

Центр Разумкова

**Посилення значимості
монетарної політики
в країнах Центральної і Східної
Європи у посткризовий період
і рекомендації для України**

Київ 2019

Посилення значимості монетарної політики в країнах Центральної і Східної Європи у посткризовий період і рекомендації для України. /
Наук. ред. В.Юрчишин. – Київ: Заповіт, 2019. – 147 с.

ISBN 978-966-2050-10-3

Постійна електронна адреса:

http://razumkov.org.ua/uploads/article/2019_Monetary_Stimuls_in_CEE_For_Ukraine.pdf

ISBN 978-966-2050-10-3

© Центр Разумкова, 2019
© Видавництво «Заповіт», 2019

Бібліотека Центру Разумкова. Серія «Дискусії про економічний розвиток»

Передмова

Цією аналітичною збіркою Центр Разумкова продовжує низку публікацій, присвячених складним і суперечливим глобальним процесам сьогодення і визначенню в них місця України. Нинішня ситуація в країні, яка стоїть на порозі довготривалого суперечливого виборчого марафону, обмежує можливості влади у пошуку шляхів зміцнення країни. Тим більше важливим є аналіз здобутків країн, яким у відносно короткий період вдалося не лише трансформувати соціально-економічне середовище, але й вийти на шлях стійкого розвитку.

Серед таких країн, безумовно, виокремлюється група пост-соціалістичних країн Центральної та Східної Європи (ЦСЄ), реалізація економічної політики яких може слугувати для України добрим прикладом раціональності, результативності та ефективності у досягненні визначених цілей та пріоритетів. Саме завдяки таким характеристикам країни з найменшими втратами пройшли період глобальної кризи, а останніми роками демонструють високі темпи економічного зростання, базовані як на макроекономічному збалансуванні, так і узгодженому використанні інструментів монетарної, фіскальної та структурної політики.

Незаперечним також є те, що перед країнами ЄС загалом і країнами ЦСЄ зокрема продовжуватимуть поставати суспільно-політичні і соціально-економічні виклики, і так само незаперечним є те, що, не зважаючи на них, європейські країни продовжуватимуть політику зміцнення інтеграції і консолідації. І саме такі спільні зусилля і напрями дій партнерських європейських країн можуть мати виключне значення для України, яка сьогодні, попри численні внутрішні і зовнішні загрози і виклики, демонструє європейське і євро-атлантичне устремління.

У цьому виданні, крім аналітичної доповіді Центру Разумкова, представлені позиції (у форматі авторських статей, у т.ч. дискусійного характеру) провідних вітчизняних фахівців стосовно складних економічних процесів пост-кризового економічного розвитку, як у провідних країнах світу загалом, так і успішних країнах ЦСЄ зокрема, а також висновки і уроки, які сприятимуть Україні у формуванні і втіленні успішних соціально-економічних трансформацій.

1 березня 2019р.

Анатолій Рачок,

Генеральний директор Центру Разумкова

Посилення значимості монетарної політики в країнах Центральної і Східної Європи у посткризовий період і рекомендації для України

Зміст

Василь ЮРЧИШИН. Макроекономічні взаємозв'язки і монетарні впливи політики зростання і розвитку в успішних висхідних країнах Європи та Україні <i>Аналітична доповідь</i>	5
Катерина АНУФРІЄВА. Стимулювання зовнішньої торгівлі: заходи монетарної політики та регулятивні ініціативи	55
Юрій БАЖАЛ. Макромонетарна підтримка інноваційного розвитку в умовах сучасної кризи: контекст країн Центральної Європи	61
Олена БЕРЕСЛАВСЬКА. Регулювання валютного курсу як передумова економічного зростання	71
Анатолій ДРОБЯЗКО. Особливості монетарної політики Польщі, Румунії, Угорщини, Чехії: інструменти та механізми впливу на економічне прискорення	85
Сергій КОРАБЛІН. Постсоціалістичні країни-члени ЄС: окремі особливості монетарної політики та економічної динаміки	96
Борис СОБОЛЄВ. Державна фінансова підтримка експорту в країнах Східної Європи: уроки для України	109
Тетяна УНКОВСЬКА. Нова ера монетарної політики: глобальні виклики та зміна парадигми	115
Наталя ШАПРАН, Віталій ШАПРАН. Ризики та резерви монетарного стимулювання економічного зростання	126
Наталія ШЕЛУДЬКО. Монетарне стимулювання економічного розвитку: актуальні висновки для України	136

This Razumkov Center's book continues a series of publications devoted to the analysis of complex and controversial current global processes and the determination of Ukraine's place within them. The ongoing situation is that Ukraine is on the verge of a long-running controversial electoral marathon, which limits the ability of the authorities to find ways to strengthen the country. In this context, it becomes crucial to analyse and evaluate the achievements of countries which, in a relatively short period, managed not only to transform their socio-economic environment but also to reach the path of sustainable development.

Among these countries, the most distinct are the group of post-socialist countries of Central and Eastern Europe (CEE), whose implementation of economic policy can serve as a good example of rationality, efficiency and effectiveness in the achievement of defined goals and priorities. It is precisely because of these characteristics that these countries have overcome a period of global crisis with the smallest losses and in recent years, have shown high rates of economic growth, based on both macroeconomic balancing and coordinated use of monetary, fiscal and structural policies.

It is indisputable that the EU countries in general and the CEE countries in particular will continue to face socio-political and socio-economic challenges. It is also obvious however, that despite such challenges, they will continue to pursue a policy of strengthening integration and consolidation. These joint efforts and consolidated actions of partner European countries can be of great importance for Ukraine, which today, despite numerous internal and external threats and challenges, demonstrates European and Euro-Atlantic aspirations.

This publication provides the analytical report of the Razumkov Center, as well as outlining various positions presented in the format of author's articles, of the leading domestic experts (who might contradict each other) on the complex economic processes of post-crisis economic development, both in the leading countries of the world in general and in the successful CEE countries in particular. It also discusses conclusions and lessons that will facilitate Ukraine in defining and implementing successful socio-economic transformations.

Anatoliy Rachok,
Director General of the Razumkov Centre

Макроекономічні взаємозв'язки і монетарні впливи політики зростання і розвитку в успішних висхідних країнах Європи та України

Василь ЮРЧИШИН,
директор економічних і соціальних програм Центру Разумкова

Світова економіка, не зважаючи на утримання загалом позитивної динаміки, у найближчі два роки уповільнить темпи зростання, до рівня нижче 3%, що значною мірою зумовлено зниженням показників промисловості і світової торгівлі (у т.ч. внаслідок розгортання «торговельних воєн»). Ще більшим буде гальмування зростання європейських країн – сповільнення на 0,3-0,4 процентних пункти (п.п.) (у 2019р. зростання не перевищить 2%), при цьому посиляться макроекономічні та інституційні ризики¹.

Причому природа таких ризиків, хоча проявлятиметься у економічній сфері, переважно матиме політичну основу, пов'язану з посиленням відцентрових сил і суперечностей (зокрема, *Brexit*, міграційне питання та ін.). Для послаблення таких ризиків і викликів слід очікувати відновлення широких дискусій стосовно можливостей, результативності та ефективності як міжнародної взаємодії і координації зусиль, спрямованих на посилення взаєморозуміння між країнами і регіонами, так і реалізації економічної політики, спрямованої на прискорене зростання національних економік фіскальними, монетарними, торговельними та ін. інструментами та засобами. Саме на останні аспекти і спрямована ця аналітична доповідь².

1. Напрями підтримки економічного зростання

Поновлення дискусій про зростання. Звичайно, головні дискусії розгорнуться навколо дієвості та ефективності поточних і перспективних напрямів, запроваджуваних центральними банками двох найкрупніших економік – США і ЄС, та їх впливів на економіки інших країн та регіонів. Сьогодні лідером у запровадженні стимулюючих заходів виступає США, де розширення кредитування супроводжується фіскальним реформуванням

¹ World Economic Outlook, October 2018. – <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/09/24/world-economic-outlook-october-2018>.

² До висвітлення та аналізу проблемних питань сучасного розвитку Центр Разумкова, за участі визнаних українських фахівців, вже неодноразово звертався. Див. зокрема:

Глобальні тенденції і перспективи: світова економіка та Україна. / К: 2018. – http://razumkov.org.ua/uploads/article/2018_global_trends.pdf.

Виклики і ризики розгортання кризових процесів в Україні та напрями економічної політики їх запобігання. / К: 2017. – http://www.razumkov.org.ua/uploads/article/2017_vuklyky_ryzyky.pdf.

Політика монетарного розширення на підтримку зростання і розвитку. / К.: 2016. – http://razumkov.org.ua/ukr/article.php?news_id=1361.

Сучасна валютна політика та особливості її реалізації в Україні. / К: 2016. – http://razumkov.org.ua/ukr/news.php?news_id=715

(зниженням податкового тиску на крупний бізнес разом з розширенням фінансування великих інфраструктурних проектів)³.

Поряд з цим, політико-економічні проблеми в окремих регіонах світу, насамперед відцентрові у Європі, яка довгі роки слугувала основою стабільності і добробуту, посилюють ризики розростання дисбалансів у світовій економіці загалом та послаблення впливовості і привабливості європейських інститутів. Зокрема, це стосується значимості євро у світовій економіці і фінансах, а з тим – і подальшого розширення (чи звуження) євро-зони⁴.

Останнє питання актуалізується ще й тим, що за статутними документами ЄС євро має стати єдиною валютою союзу, втім без уточнення часових рамок. Поки ж збереження рядом успішних країн Центральної та Східної Європи (ЦСЕ) – членів ЄС – Польщею, Румунією, Угорщиною, Чеською Республікою (Чехією)⁵ – **власної (національної) грошової одиниці** не ставало на заваді поглибленій інтеграції до ЄС, а радше **розширювало можливості** використання країнами фіскальних, монетарних, торговельних інструментів для підтримки зростання і розвитку⁶.

Видається, фіскальні напрями реалізації стимулюючої політики сьогодні мають певним чином обмежені можливості. Зазвичай, у якості стимулюючих заходів, мається на увазі розширення державних витрат або ж зниження оподаткування. Однак, розширення видатків вимагає більших ресурсів, що, своєю чергою, можливо за підвищення оподаткування, тобто може входити у суперечність із початковими намірами стимулювання. Також суперечливими стимулюючими заходами залишається зниження оподаткування, завдяки чому у економічних агентів могло б залишатись більше ресурсів на власні потреби. Втім, питання відносних переваг фіскальної стимулюючої політики – розширення державних витрат порівняно зі зниженням оподаткування – залишається відкритим⁷. Між тим, більшість європейських країн у посткризовий період піклуються про фіскальне збалансування, зменшують дефіцити і покращують боргову структуру (що також додає фіскальної стійкості) (докладніше далі), а тому використання інструментів фіскальної стимулюючої політики в країнах ЄС має дещо обмежений характер.

³ Clarida R. Monetary Policy Outlook for 2019. –

<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/clarida20190110a.htm>.

Ivanovitch M. Monetary policy is directly responsible for economic and financial stability. – <https://www.cnbc.com/2018/09/17/-monetary-policy-is-responsible-for-economic-stability---commentary.html>.

⁴ Darvas Z. Should central European EU members join the euro zone? –

<http://bruegel.org/2018/09/should-central-european-eu-members-join-the-euro-zone/>.

⁵ Польща, Угорщина, Чехія – стали членами ЄС з 1 травня 2004р., Румунія – з 1 січня 2007р.

⁶ Саме тому у цій публікації увага, крім загальних ідеологічних положень, концентруватиметься на ролі окремих інструментів економічної політики та їх специфічного прояву в чотирьох вказаних країнах, а також відповідних уроках для України.

⁷ Fiscal Policy and Economic Growth: Government's Unique Situation. –

<https://www.infoplease.com/homework-help/social-studies/fiscal-policy-and-economic-growth-governments-unique-situation..>

Значно активніше у посткризовий період для економічного відновлення і стимулювання застосовується монетарна політика як у розвинутих, так і висхідних країнах загалом⁸. Серед інструментів традиційно найвагомішим є зниження центральним банком країни базових процентних ставок, за чим слідує зниження ставок у банківському секторі, що, своєю чергою, спонукає економічних агентів (бізнес і домогосподарства) розширювати позичання коштів у банківській системі. В умовах, коли ставки наближені до нуля, центральні банки запроваджують програму кількісного послаблення (*quantitative easing*), що включає викуп центральним банком певних проблемних активів або державних облігацій з метою наповнення економічного середовища грошовою масою (наслідком чого має стати економічне пожвавлення).

Втім, за рядом досліджень, хоча монетарні заходи і широко використовуються, проте їхній безпосередній вплив на економічне відновлення чи зростання має у середньо- і довгостроковому аспекті досить обмежений характер⁹. Тому багато рекомендацій зводиться до того, що короткострокові вигоди від монетарного стимулювання мають продовжуватись і доповнюватись структурними зсувами вже для забезпечення стійкого і збалансованого розвитку.

Стабілізаційні трансформації у висхідних європейських країнах.

На початковому етапі трансформаційних процесів у країнах Центральної та Східної Європи (ЦСЕ) питання вибору напрямів фінансової і монетарної (включно з валютною) політики вирішувалось у контексті **якнайшвидшої стабілізації** макроекономічного середовища¹⁰. Початково ряд країн, поряд з фінансовим збалансуванням, реалізовували напрями дій в рамках «**грошового якоря**» (контроль і управління грошовою масою) чи «**валютного якоря**» (зорієнтованість на динаміку валютного курсу). В умовах відсутності належної практики, а також необхідності чітких критеріїв результативності політики більшість країн приймала політику валютного таргетування¹¹.

⁸ Докладніше див. статтю Н. Шелудько «Монетарне стимулювання економічного розвитку: актуальні висновки для України», розміщену в цьому виданні.

Див. також: Вишневіський В., Шелудько Н. Монетарна влада в умовах «нової нормальності»: розстановка сил і перспективи. // Глобальні тенденції і перспективи: світова економіка та Україна. – К.: Центр Разумкова, 2018, с.23-36.

⁹ Зокрема, обмеженість безпосередніх монетарних впливів пов'язана із неготовністю чи небажанням комерційних банків розширювати кредитування (особливо для малого і середнього бізнесу), незадовільною платоспроможністю домогосподарств у посткризовий період, низькою ринковою вартістю активів, які можуть слугувати заставою, накопиченим боргом, ризиками, пов'язаними з невизначеністю валютної динаміки упродовж періоду відновлення та ін. Див., Monetary Policy – The Impact of a Monetary Stimulus. – <https://www.tutor2u.net/economics/reference/monetary-policy-the-impact-of-a-monetary-stimulus>.

¹⁰ Lesuisse P. External Monetary Shocks to Central and Eastern European Countries. – <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-01467330/document>.

¹¹ Докладніше див., зокрема: Головинин М. Денежно-кредитна політика стран Центральной и Восточной Европы в условиях глобализации: режимы и инструменты. – https://financetp.fa.ru/jour/article/view/328?locale=ru_RU.

Загалом, питання вибору «таргетування» в рамках реалізації монетарної політики поки не має однозначного вирішення і пошук найкращих цільових або проміжних індикаторів (які б засвідчували результативність макроекономічної стійкості) продовжується¹². Так, початково, з 1970-х років (у період становлення і розквіту монетаризму) у ряді розвинутих країн (США, Канаді, Японії, Великій Британії, Німеччині, Швейцарії) було використано монетарні агрегати (грошова база, грошова маса), управління якими дозволяло досягати макроекономічної стабілізації і зростання. Більше того, в багатьох випадках передбачалось дотримання досить стійких (оголошених або передбачуваних) темпів нарощування монетарних агрегатів (без чіткої прив'язки до динаміки реального ВВП) для того, щоб економічні агенти отримували чіткі сигнали про наміри монетарної влади (центрального банку країни), що знижувало як безпосередньо інфляцію, так і інфляційні очікування¹³. Хоча центральні банки зазвичай не дотримувалися жорстких обмежень на динаміку грошових агрегатів (у т.ч. внаслідок відсутності чітких взаємозв'язків між грошовим і реальним секторами), проте їх таргетування зумовлювало **посилення впливу монетарних інструментів на макроекономічне середовище**, що з часом сприяло переходу у розвинутих країнах до т.зв. інфляційного таргетування (встановлення рівня внутрішніх цін як головного індикатора стійкості макроекономічного середовища).

Поряд з цим у багатьох країнах, насамперед з **трансформаційною економікою** (у т.ч. висхідних країнах Європи), у якості цільового показника макроекономічної стабілізаційної політики було обрано **валютний курс**. Саме динаміка курсу національної валюти до однієї із світових валют (найчастіше долара) надає чіткі свідчення (як для бізнесу, так і населення) про рівень стабілізаційних процесів.

Підкреслимо, як монетарне, так і валютне таргетування дозволяє видимо і швидко (фактично у реальному часі або, принаймні, з невеликою затримкою) доводити до економічних агентів фактичний розвиток макроекономічної ситуації. Причому, внаслідок прозорості формування монетарних агрегатів і валютного курсу, **суттєво знижуються ризики маніпулювання досягненням стабілізаційних цілей** чи наданням хибних результатів політики економічним агентам. Поряд з цим, саме наявність **взаємозв'язків між головними макроекономічними індикаторами і складовими** і значимість їх взаємовпливів дозволяє запроваджувати прозору, результативну та ефективну політику.

Кризи 1997-1998рр., а також достатньо позитивні результати попередніх років стабілізаційної політики, насамперед у фіскальній сфері, спонукали до пошуку нового «якоря» і, за прикладом розвинутих країн, країни ЦСЄ з початку 2000-х років послідовно реалізовували **перехід до інфляційного таргетування**. Однак, це зовсім **не означає відмову від валютної складової**. Більше того, центральні банки продовжували інтервенції на валютних ринках, що найчастіше практикувалося при зміцненні національних валют (при стійкій позитивній економічній

¹² Giannoni M., Woodford M. Optimal Target Criteria for Stabilization Policy. – https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr535.pdf.

¹³ Мишкин Ф. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков. – <http://pravo.studio/deneg-teoriya/ekonomicheskaya-teoriya-deneg-bankovskogo-dela79.html>.

динаміці). У таких умовах фактично вирішувалося подвійне завдання – управління інфляцією і недопущення дефляційних процесів, а також підтримка конкурентоспроможності і покращення сальдо рахунку поточних операцій платіжного балансу. Саме макроекономічні підходи із застосуванням монетарних інструментів для підтримки і прискорення економічного розвитку набували дедалі ширшого застосування¹⁴.

Нагадаємо, що головним завданням монетарної політики є **управління пропозицією грошей для забезпечення цінової стійкості (внутрішніх цін), економічного зростання і підтримки повної зайнятості**¹⁵. Хоча друге і третє (зростання і зайнятість) положення часто ставиться у залежність від досягнення першого (цінової стабільності), проте переважно вони, як правило, не приносяться «в жертву» інфляційному таргетуванню, а також розглядаються як такі, що притаманні головним цілям і завданням монетарної влади. У тій чи іншій формі саме вказані цільові завдання присутні у національному законодавстві країн ЦСЄ¹⁶.

Дискусія про межі застосування і можливості стимулювання економіки монетарними інструментами продовжуються і сьогодні. Одним з найдієвіших монетарних заходів-інструментів у розвинутих країнах традиційно розглядалось управління процентною ставкою – зниження ставки (центрального банку, а далі і кредитних ставок банківської системи) інтерпретувалось як інструмент стимулюючої монетарної політики. Однак, глобальна криза 2008-2009рр. внесла суттєві коригування¹⁷. В умовах, коли головні центральні банки (розвинутих країн) знизили процентні ставки практично до нуля (або близько до цього рівня), процентний інструмент вже не міг виконувати роль прискорювача (однак, це не знімало завдання для забезпечення політики зростання). Тим більше завдання ускладнювалось у висхідних країнах, які значною мірою залежали (або зорієнтовувалися) від політики головних світових банків¹⁸. Тому, крім традиційної головної задачі – обмеження та

¹⁴ Cerqueira P., etc. Perspectives on Financial, Monetary, and Economic Developments in Eastern Europe. –

<https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/00128775.2018.1506990>.

¹⁵ Kuepper J. Fiscal vs. Monetary Policy: What's the Difference? How Fiscal and Monetary Policy Influences an Economy. – <https://www.thebalance.com/fiscal-vs-monetary-policy-whats-the-difference-4042632>.

¹⁶ Зокрема, в Законі про Національний банк Польщі вказано: «Article 3. The basic objective of the activity of NBP shall be to maintain price stability, while supporting the economic policy of the Government, insofar as this does not constrain the pursuit of the basic objective of NBP.» – The Act on Narodowy Bank Polski of 29 August 1997, https://www.nbp.pl/en/aktyprawne/the_act_on_the_nbp.pdf.

В Законі про Чеський національний банк: «Article 2. (1) The primary objective of the Czech National Bank shall be to maintain price stability.» – Act No. 6/1993 Coll., on the Czech National Bank, https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/en/legislation/acts/download/act_on_cnb.pdf.

¹⁷ Докладніше див.: Кораблін С. Велика неоліберальна рецесія (2008-2009рр.): досвід та уроки антикризової політики США. // Глобальні тенденції і перспективи: світова економіка та Україна. К: 2018, с.59-72.

¹⁸ Benkovskis K., etc. The Transmission of Euro Area Monetary Shocks to the Czech Republic, Poland and Hungary: Evidence from a FAVAR Model. – <https://ideas.repec.org/a/onb/oenbf/y2011i3b1.html>.

утримання на належному рівні інфляції – центральні банки ширше вдавалися до підтримки пропозиції грошей через т.зв. кількісне обмеження (викуп цінних паперів як державних, так і корпоративних для наповнення економічних агентів ліквідністю)¹⁹. Однак, при цьому, жодним чином не замикались на «інфляційній проблематиці», дедалі більше уваги приділялось і приділяється завданням сприяння економічного зростання і збалансованого розвитку²⁰.

Валютна складова у монетарному стимулюванні. Звичайно, невід’ємною складовою проблематики монетарного стимулювання є режим валютного курсу, який використовує та чи інша країна. Широке поле дискусій стосується вигод і ускладнень для країни працювати в умовах використання режимів фіксованого чи гнучкого (плаваючого) валютного курсу. Прихильники і скептики того чи іншого режиму, базуючись як на теоретичних, так і емпіричних (практиці багатьох окремих країн чи регіонів) дослідженнях вказують на характерні особливості реалізації економічної політики, що значною мірою залежить від першочергових чи пріоритетних завдань, які постають перед країною.

Так, визнається, що **за фіксованого режиму** валютного курсу або жорсткої прив’язки національної валюти до визнаної міжнародної країна може **швидше стабілізувати макроекономічне середовище**, знизити інфляцію, наростити інвестиції, а з тим забезпечити стійкий довгостроковий розвиток. Прихильники **гнучкого курсу** зазвичай виокремлюють спроможність країни легше витримувати зовнішньоекономічні шоки, підтримувати **вищі темпи економічного зростання**²¹. Поряд з цим, у довгостроковому аспекті відмінності «нейтралізуються» і, зокрема, практично відсутня суттєва різниця у середньому економічному зростанні для близьких груп країн як тих, що дотримуються фіксованого, так і тих, що дотримуються гнучкого, режимів валютного курсу.

Важливим напрямом економічної політики визнається вплив управління валютним курсом на стабілізаційну політику і політику зростання (див. наприкінці цього підрозділу **Додаток: Базова IS-LM-BP модель економічного стимулювання**). В обох випадках (за фіксованого чи плаваючого режимів валютного курсу) послаблення національної валюти може виступати дієвим інструментом. Збалансування зовнішньоторговельних дисбалансів (дефіцитів) у випадку гнучкого курсу досить швидко може досягатись у процесі послаблення національної грошової одиниці (девальвації – *depreciation*). У випадку фіксованого курсу (або жорсткої прив’язки національної валюти до твердої іноземної) країни можуть вдаватись до нормативної зміни вартості національної валюти (адміністративного послаблення – *devaluation*).

¹⁹ Lacker J.M. Can Monetary Policy Affect Economic Growth? – https://www.richmondfed.org/press_room/speeches/jeffrey_m_lacker/2016/lacker_speech_20160224.

²⁰ Докладніше див. статтю Т.Унковської «Нова ера монетарної політики: глобальні виклики та зміна парадигми», розміщену в цьому виданні.

²¹ Bakker B. Exchange Rate Regimes in Emerging Europe. – <https://www.imf.org/external/region/BAL/rr/2017/033017.pdf>.

Звичайно, жоден з режимів не може забезпечити країни (ані малі, ані великі) від руйнівної дії кризових шоків. Так, упродовж першого десятиріччя запровадження євро (2000-х років) існувала «впевненість», що нова європейська грошова одиниця опирається на міцну велику економіку ЄС, тому фактично є безризиковою стійкою валютою, а країни-члени євро-зони (у т.ч. нові країни-члени, які увійшли до неї) по суті забезпечені від фінансової чи економічної кризи. Між тим, слід констатувати, що кризові процеси у Європі у 2008-2009 і 2012-2013рр. повністю спростували таку позицію²². Звичайно, поки міжнародному статусу євро ніщо не загрожує, і не виключено, що до євро-зони приєднуюватимуться й інші європейські країни, особливо в умовах розширення торговельних та інвестиційних зв'язків. Однак, також не виключеним залишається варіант, за якого країни ЦСЄ відкладатимуть на невизначений час рішення про запровадження євро як єдиної валюти.

Значною мірою відповідь на останнє питання залежатиме від того, **на скільки стійким буде економічне зростання країн ЦСЄ, які зберегли національні валюти**. Наскільки дієвими виявляться інструменти економічної політики (насамперед, фінансові і монетарні) у досягненні цілей низької інфляції, високої зайнятості, підтримки конкурентоспроможності²³.

Головні свідчення економічного зростання. Перш за все, звернемо увагу на те, що стосовно виокремленої четвірки **успішних висхідних країн ЦСЄ** – Чехії, Угорщини, Польщі та Румунії²⁴ – з початку 2000-х років виокремлюється дві хвилі прискореного економічного зростання. І якщо перша хвиля прискорення, що спостерігалась у докризові 2000-2007рр. (діаграма «*Економічна динаміка*»²⁵), була пов'язана із підготовкою до вступу і безпосереднім вступом до ЄС²⁶ (що формувало вагомий стимул для соціально-економічного покращання, підкріплені значними фінансовими вливаннями європейських фондів), то упродовж посткризового періоду країни Центральної Європи, які зберегли власну валюту, демонструють **високу економічну динаміку**²⁷ насамперед за рахунок внутрішніх чинників системних трансформацій економіки країн²⁸.

²² Alexandru-Chidesciuc N. CE4: massive outperformance of Eurozone growth. / J.P.Morgan Europe Emerging Markets Research, November 2018.

²³ Докладніше див. статтю С.Корабліна «Постсоціалістичні країни-члени ЄС: окремі особливості монетарної політики та економічної динаміки», розміщену в цьому виданні.

²⁴ Тут і далі країни впорядковуються відповідно до їх (країн) назв англійською мовою: **C**zech Republic, **H**ungary, **P**oland, **R**omania. Також у графічному представленні (діаграмах) використовуватимуться міжнародні позначення для виокремлених країн і об'єднань: Чехії – CZE, Угорщини – HUN, Польщі – POL, Румунії – ROU, України – UKR, країни євро-зони – EMU.

²⁵ Тут і далі у цій статті, якщо не вказано інше, для міжнародних порівнянь використані дані, наведені у World Bank Indicators. – <https://data.worldbank.org/indicator/>.

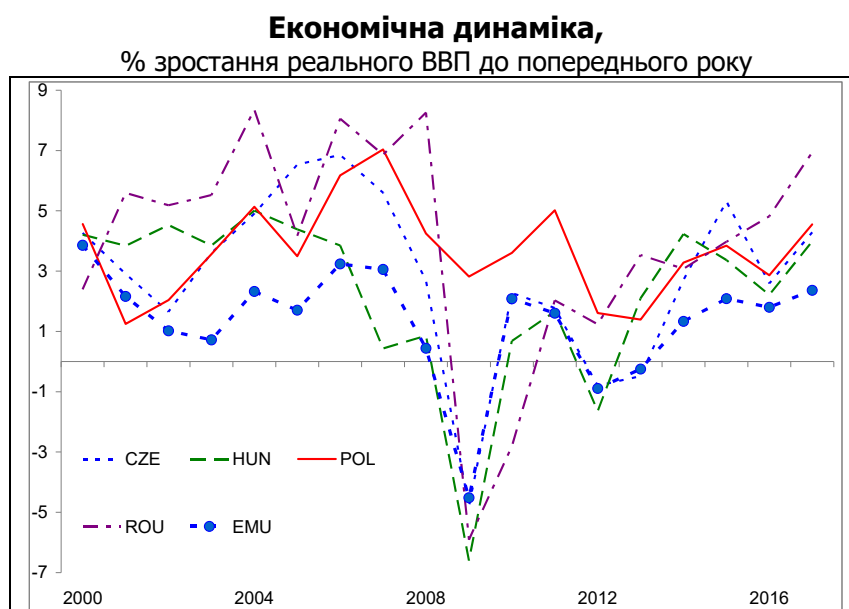
²⁶ Польща, Угорщина, Чехія отримали членство в ЄС з 1 травня 2004р. Румунія разом з Болгарією – з 1 січня 2007р.

²⁷ ... яка є суттєво кращою, порівняно з країнами євро-зони загалом.

²⁸ Див. також статтю О.Береславської «Регулювання валютного курсу як передумова економічного зростання», розміщену в цьому виданні.

Звичайно, й інші чинники сприяли прискореному відновленню високої економічної динаміки висхідних країн ЦСЄ у пост-кризовий період. Зокрема,

Між тим, зважаючи на макроекономічну значимість ЄС у світовій загалом і європейській зокрема економіці, не заперечним є вагомий вплив, *з одного боку*, економічних циклів, притаманних євро-зоні (де домінують найбільші розвинуті країни)²⁹, *з іншого* – фіскальної і монетарної політики країн євро-зони (і насамперед, найбільших) на європейські висхідні країни, які зберегли власну національну валюту (і запровадили різного роду гнучкість валютного режиму). Однак, вказаний вплив не є «автоматичним» – він радше може виконувати роль додаткового стимулятора економічних прискорень і трансформацій. Так, зниження процентних ставок Європейським центральним банком (ЄЦБ) найвірогідніше підштовхуватиме національні банки висхідних країн ЄС, які зберегли власну валюту, також до зниження процентних ставок або ж вимагатиме застосування заходів стерилізації припливу капіталу (портфельного або спекулятивного) у більш доходні сусідні ринки. У будь-якому випадку, вказані країни з власною валютою повинні мати надійні і кваліфіковані засоби «пом'якшення» впливу євро-зони.



Інша складність для висхідних європейських країн з власною валютою пов'язана з тим, що такі країни у період системних трансформацій отримали значні кредитні ресурси переважно деноміновані як у доларах, так і «попередниках» євро (німецька марка, французький франк), а також швейцарських франках. Тому взаємне коливання євро і долара може призвести до ускладнення зовнішньоторгових виплат і впливу на чисті внутрішні і зовнішні активи національних банків.

Підкреслимо, перспективи вступу до ЄС були надзвичайно важливим і безпрецедентним стимулом для нових висхідних країн

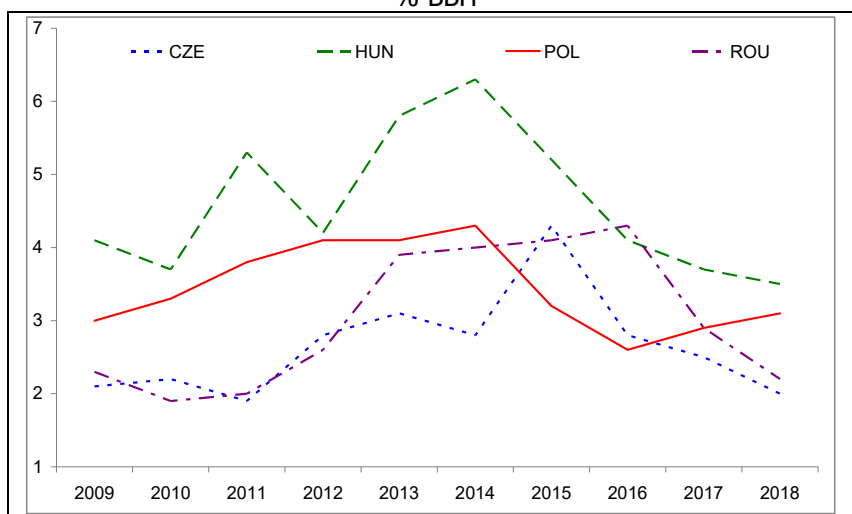
позитивним був вплив низьких енергетичних цін (внесок яких у динаміку зростання складав приблизно 1 п.п.), а також низького рівня інфляції (насамперед, цін виробників) у великих розвинутих країнах ЄС (що стримувало імпорт інфляції).

²⁹ Зважаючи на дійсно значну залежність між діловими циклами, рядом експертів стверджується, що глобальна криза мала слабкий безпосередній вплив на успішні висхідні країни. Останні радше «постраждали» (внаслідок високої відкритості їх економік) від імпортованої рецесії.

Європи у їх трансформаційних процесах, і є підстави стверджувати, що більше подібних стимулів не отримає жодна країна Європи. Тому країнам ЦСЄ вдалося досить швидко перейти від етапу макроекономічної стабілізації до стійкого макроекономічного середовища, причому у вказаному процесі режим валютного курсу не відігравав вирішальну роль³⁰. Радше слід вести мову про **кваліфіковане і результативне застосування інструментів фінансової і монетарної політики**, завдяки чому забезпечувалося прискорене покращення добробуту, що, своєю чергою, додавало нових позитивних стимулів. Більше того, така політика ґрунтувалась **не на «абсолютизації» того чи іншого таргетування, а саме на сприянні економічному зростанню і розвитку**.

Звичайно, вагому роль у посиленні стабілізаційних процесів відігравала фінансова допомога розвинутих країн ЄС, шляхом значних трансфертів з європейських фондів, обсяг яких у середньому становив близько 3% ВВП (діаграма «Чисті трансферти з фондів ЄС»³¹). Однак, це лише підкреслює раціональність і змістовність запроваджуваних країною заходів, оскільки використання вказаних фондів зазвичай знаходиться під прискіпливим контролем, а країни, своєю чергою, домагаються цільового використання ресурсів.

**Чисті трансферти з фондів ЄС,
% ВВП**



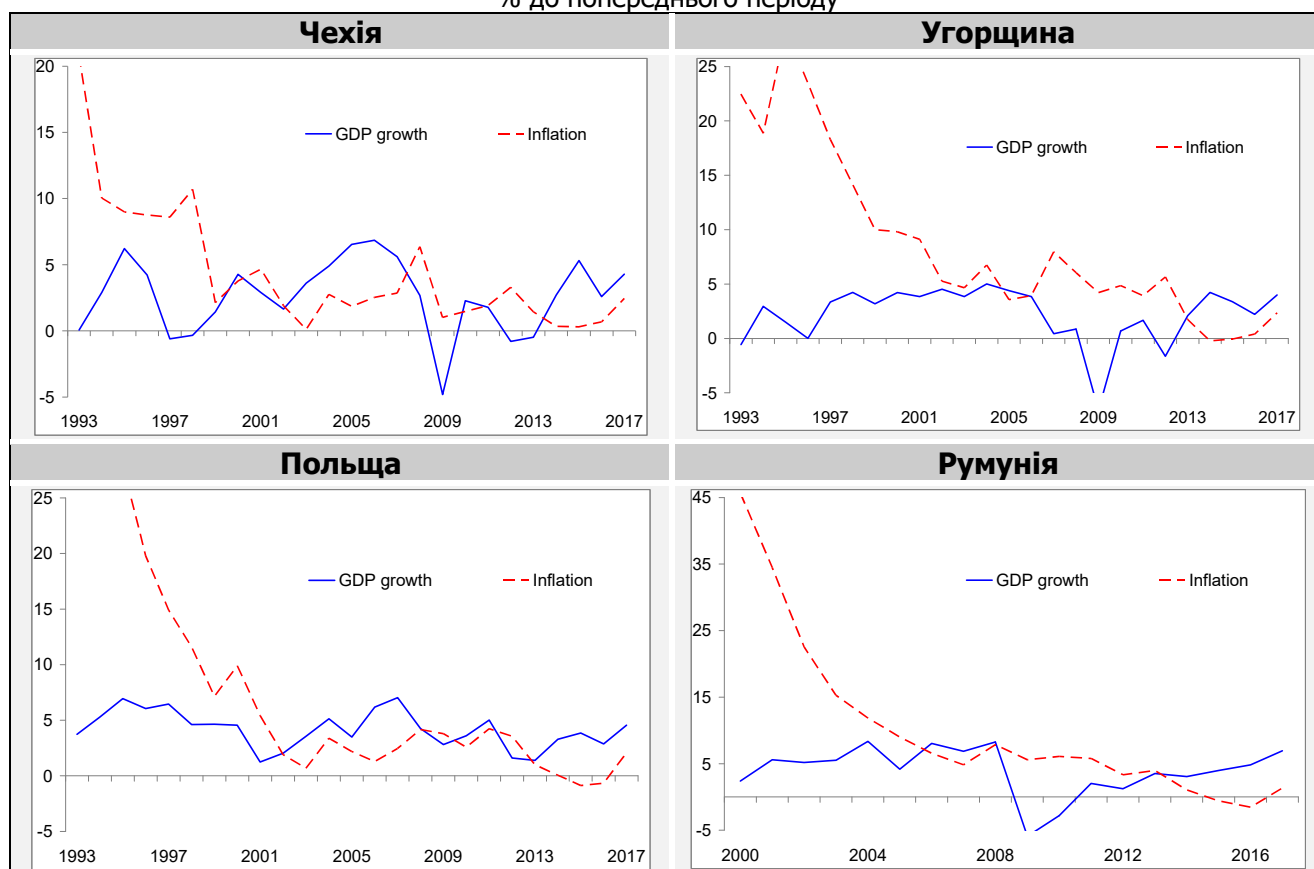
Зростання та інфляція. Слід нагадати, монетарне та фінансове стимулювання (у комбінації відповідних інструментів) може не лише підвищити дохід країни (ВВП), але й призвести до прискореного зростання цін (інфляції) – оскільки **вища економічна динаміка і вищі зарплати означають розширення споживчого попиту** (схильність до споживання досить висока у переважній більшості європейських країн) – наслідком чого можуть стати інфляційні прояви. Однак, на час вступу до ЄС (2004р. для трійки країн і 2007р. для Румунії) при середньорічних

³⁰ De Grauwe P., Schnabl G. Exchange Rate Regimes and Macroeconomic Stability in Central and Eastern Europe. – <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.523.2098&rep=rep1&type=pdf>.

³¹ J.P.Morgan EMEA EM Economic Outlook. January 2019.

темпах зростання на рівні 5% у всіх країнах інфляція була знижена до 4-6% (діаграма «Економічне зростання та інфляція»)³².

Економічне зростання та інфляція*, % до попереднього періоду



* Зростання ВВП – GDP growth, Інфляція – Inflation

Значною мірою такі результати були **досягнуті завдяки стабілізації валютного курсу**, до динаміки якої економічні агенти надзвичайно чутливі у період стабілізаційних процесів (докладніше далі). Тому для країн-кандидатів до вступу до ЄС і євро-зони, хоча більшість з них оголосили про дотримання політики інфляційного таргетування, **курсова динаміка національних валют** (їх або стійкий рівень, або прогнозовані і передбачувані слабкі зміни) має **надзвичайно велике значення**.

Більше того, країни **не намагалися знизити інфляцію «будь-якою ціною»**, процес відбувався поступово з врахуванням вимог, стану і динаміки макроекономічного середовища загалом. Насамперед, враховувалось те, що **при досягненні певного досить низького рівня інфляції, подальше її зниження вимагає додаткових («надлишкових») економічних втрат, зокрема зниження темпів економічного зростання і/або підвищення безробіття**. Тому антиінфляційна політика жодним чином не ігнорувала потреб забезпечення зайнятості і добробуту. Такий підхід, крім іншого, означав і **довіру до дій влади**.

³² Докладніше див. статтю Н.Шапран і В.Шапрана «Ризики та резерви монетарного стимулювання економічного зростання», розміщену в цьому виданні.

Між тим, останніми роками у всіх розглядуваних країнах інфляція знизилась (асимптотично наблизилась) до (оголошених) цільових рівнів³³, а у 2014-2016рр. країнам навіть потрібно було перейматись обмеженням дефляційних процесів, що стало одним з чинників поступового підвищення процентних ставок (докладніше далі).

Зовсім інша динаміка показників зростання та інфляції зареєстрована в Україні – не зважаючи на владні декларації, в країні продовжується галопуюча інфляція (діаграма «Зростання та інфляція в Україні»).



Зауважимо, якщо у попередні роки в Україні інфляційна динаміка визначалася переважно зростанням вартості продуктів харчування (їх частка у витратах домогосподарств сягала і сягає близько 50%), то, починаючи з 2014р., головні інфляційні дестабілізуючі джерела знаходяться у сфері житлово-комунальних послуг, зростання тарифів, які значною мірою залежать від курсової динаміки, адміністрування обслуговування житла тощо.

Слід, на жаль, констатувати, що ситуація найближчими роками залишатиметься так само ризиковою, тим більше, що низка монополістів та регуляторів ЖКП вже оголосила про продовження здорожчання сфери і у наступні роки. А подібні адміністрування навряд чи можуть бути «нейтралізовані» монетарними інструментами.

³³ Якщо упродовж першого трансформаційного десятиріччя (до 2000р.) перед країнами поставало завдання зниження інфляції до однозначного показника і нижче (відповідно до маастрихтських критеріїв), то у наступний («докризисний») період країни більше були стурбовані значними коливаннями показників інфляції. А у пост-кризовий період головною турботою було припинення дефляційних проявів, зумовлених загальним (глобальним) послабленням економічної динаміки, дешевим імпортом з азійських країн, зниженням вартості нафти та інших енергоресурсів на світових ринках.

Додаток до розділу: Базова *IS-LM-BP* модель економічного стимулювання³⁴.

Класичною макроекономічною моделлю, яка дозволяє інтерпретувати результати і наслідки для економічної динаміки застосування стимулюючих (або дзеркально – обмежуючих) заходів, є модель *IS-LM-BP* (або *модель Манделла-Флемінга*) для випадку малої відкритої економіки. У моделі виокремлюється три складові: *IS* (збереження та інвестиції) визначає множину рівнів доходу країни (ВВП) і процентної ставки, за якої товарні ринки є збалансованими. *LM* (ліквідність грошей) інтерпретує збалансованість на грошових ринках (через процентну ставку), завдяки чому забезпечується економічне зростання. *BP* (платіжний баланс) відбиває взаємозв'язок внутрішнього і зовнішнього економічних середовищ і визначає збалансованість зовнішнього сектору національної економіки.

У графічному представленні рівновага на товарних ринках зображується кривою *IS*, яка має т.зв. негативний нахил (зліва-направо, зверху вниз). *LM* і *BP* мають позитивний нахил (зліва-направо, знизу-вверх), причому нахил кривої *BP* залежить від мобільності капіталу (вища мобільність – вища пологість кривої *BP*).

Особливостями представлення є те, що стимулююча фіскальна політика інтерпретується зсувом кривої *IS* праворуч, наслідком чого (за інших рівних умов) буде, поряд зі зростанням доходу, підвищення процентної ставки. Стимулююча монетарна політика при збільшенні доходу (зсув *LM* праворуч) супроводжується зниженням процентної ставки. Зовнішньоекономічне (торговельне) стимулювання (зсув *BP* праворуч за гнучкого валютного курсу; при фіксованому режимі крива залишається без змін) може призвести до зниження процентної ставки. До стимулюючих зовнішньоекономічних інструментів також належить ослаблення національної грошової одиниці (девальвація).

Інструментальні заходи в рамках моделі, а також її інтерпретації у реальній економіці відображають переважно короткострокові впливи. Між тим, це не перешкоджає визначати коректні напрями дій, а також суттєво обмежувати некоректні тлумачення.

Характерною особливістю системи фіксованого обмінного курсу є те, що економіка може вимагати час від часу зміни величини обмінного курсу, у зв'язку зі змінами в економічному середовищі країни і світу. Багато країн, однак, мають суттєві ускладнення при девальвації своєї національної одиниці, перш за все виходячи з чисто політичних міркувань. Переоцінена національна валюта у такому випадку, привносячи стабілізаційний момент у короткотерміновій перспективі, обмежує експортний розвиток, стримує інвестиції і накопичує девальваційний тиск, а разом з ними очікування неминучої і стрімкої девальвації. У такому випадку замість покращання загального економічного середовища, невпевненість інвесторів призводить до утікання капіталів з країни для зменшення інвестиційного ризику і втрати

³⁴ ... наслідуючи: D.R.Appleyard, A.J.Field. International economics. – IRWIN Inc., 1992. F.L.Rivera-Batiz, L.A.Rivera-Batiz. International Finance and Open Economy Macroeconomics. – Macmillan Publishing Co., 1994.

прибутків, пов'язаних з девальвацією національної грошової одиниці. Тому такий неконтрольований відтік може спричинити набагато більші збитки для економіки, ніж керована девальвація, котра дає чіткі орієнтири очікуваного валютного курсу. Саме ігнорування такого механізму було причиною багатьох фінансових криз у країнах, що розвиваються, на початку 1980-х років.

У контексті обмежень на досягнення головних цілей економічного розвитку слід також нагадати «теорему про неможливість» або т.зв. неможливу тріаду (*impossible trinity*)³⁵, згідно з якою неможливо одночасне досягнення і забезпечення фіксованого валютного курсу, незалежної монетарної політики і вільного транскордонного руху капіталів.

Головні висновки моделі сконцентровані у наступних положеннях:

- **монетарна політика виявляється більш ефективною у системі плаваючого курсу, ніж у системі фіксованого курсу;**
- чим вища мобільність капіталу, тим виявляється **ефективнішою монетарна політика в системі плаваючого обмінного курсу.**
- однак, чим вища мобільність капіталів, тим більш активною повинна бути монетарна політика для балансування зовнішнього сектору;
- якщо процентна ставка не змінилась, або змінилась мало у відповідь на монетарну експансію, то інвестиції залишаються незмінними, і збільшення національного доходу відбувається через зовнішній сектор;
- разом з тим, **для всіх випадків мобільності капіталу** характерним є те, що **зовнішній сектор супроводжує і підсилює результати монетарної експансії, сприяючи нарощуванню доходу.**

Слід вказати на ще одне практичне «обмеження» застосування режиму валютного курсу. Зазвичай, мала відкрита економіка легко може потрапити під негативні зовнішні впливи, а більшій економіці може виявитись легше їх послабити, у т.ч. за рахунок більших внутрішніх ринків, спроможних до вищого поглинання споживчих та інвестиційних товарів. На практиці, серед країн Центральної та Південної Європи, які є членами Євросоюзу або визнаними кандидатами до вступу, чотири найбільші країни – Польща, Румунія, Угорщина, Чехія – не увійшли до євро-зони, зберегли власну валюту (хоча й достатньо прив'язану до євро) і враховують валютну динаміку для зміцнення стійкості і підтримки прискорення власної країни.

Важливим наслідком для нашого подальшого розгляду є те, що **лише узгоджена комбінація стимулюючих заходів** фінансової, монетарної і зовнішньоекономічної політик може призвести **до стійкого зростання**. Застосування **обмежуючих заходів**, а тим більше у довгостроковому аспекті, **вказує на рецесійну спрямованість** економічної динаміки країни.

³⁵ Див., зокрема: Головинин М. Денежно-кредитная политика стран Центральной и Восточной Европы в условиях глобализации: режимы и инструменты. – https://financetp.fa.ru/jour/article/view/328?locale=ru_RU.

2. Макроекономічні і монетарні взаємозв'язки

Пропозиція грошей та інфляція. Говорячи про чинники і складові інфляції, часто наголошується на її монетарній природі. Зокрема, традиційно стверджується, що розширення пропозиції грошей прискорює інфляційні процеси³⁶. Однак, при цьому упускається «зворотна» пересторога – **скорочення пропозиції грошей** і утримання такого процесу навіть у середньостроковій перспективі неодмінно приводить до підвищення процентних ставок, що, через ефект витіснення, стримуючи і обмежуючи впливає на інвестиційне розширення, а відтак є **негативним чинником** економічного прискорення (у т.ч. втілення інноваційно-інвестиційної моделі економіки³⁷). Монетарне звуження може мати лише короткостроковий характер у кризовий чи передкризовий рік, далі ж необхідним є повернення до монетарної експансії, оскільки невідворотнім є згубний характер довгострокових монетарних обмежень і демонетизації³⁸.

Саме таким шляхом йшли країни ЦСЄ – монетарна експансія була домінуючою навіть у роки економічного сповільнення, а суттєве монетарне звуження спостерігалось й у передкризовий (внаслідок посилення боргових суперечностей) для ЄС 2012р., надалі ж країни повертались до розширеної пропозиції реальних грошей³⁹ (темпи зростання номінальних монетарних агрегатів значно перевищували інфляційні темпи⁴⁰) (діаграма «Зростання споживчих цін і широких грошей»).

Прискорене монетарне розширення при низькій інфляції сприяє наповненню економіки «неінфляційними» ресурсами – зростанню

³⁶ Звичайно, для рівноваги на грошових ринках, а з тим – і мінімізації макроекономічних і фінансових ризиків важливим, поряд із пропозицією грошей, є визначення чинників і складових попиту на гроші. Найчастіше серед таких складових виокремлюють динаміку реального ВВП, інфляції, процентної ставки, валютного курсу, які у сукупності формують системні макроекономічні зв'язки і до яких ми також звертатимемось у процесі аналізу країн ЦСЄ. – Див., зокрема: Determinants of the Demand for Money in CEE Countries: Updated Evidence. – <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/00128775.2018.1496458?journalCode=meee20>.

³⁷ Докладніше див. статтю Ю.Бажала «Макромонетарна підтримка інноваційного розвитку в умовах сучасної кризи: контекст країн Центральної Європи», розміщену в цьому виданні.

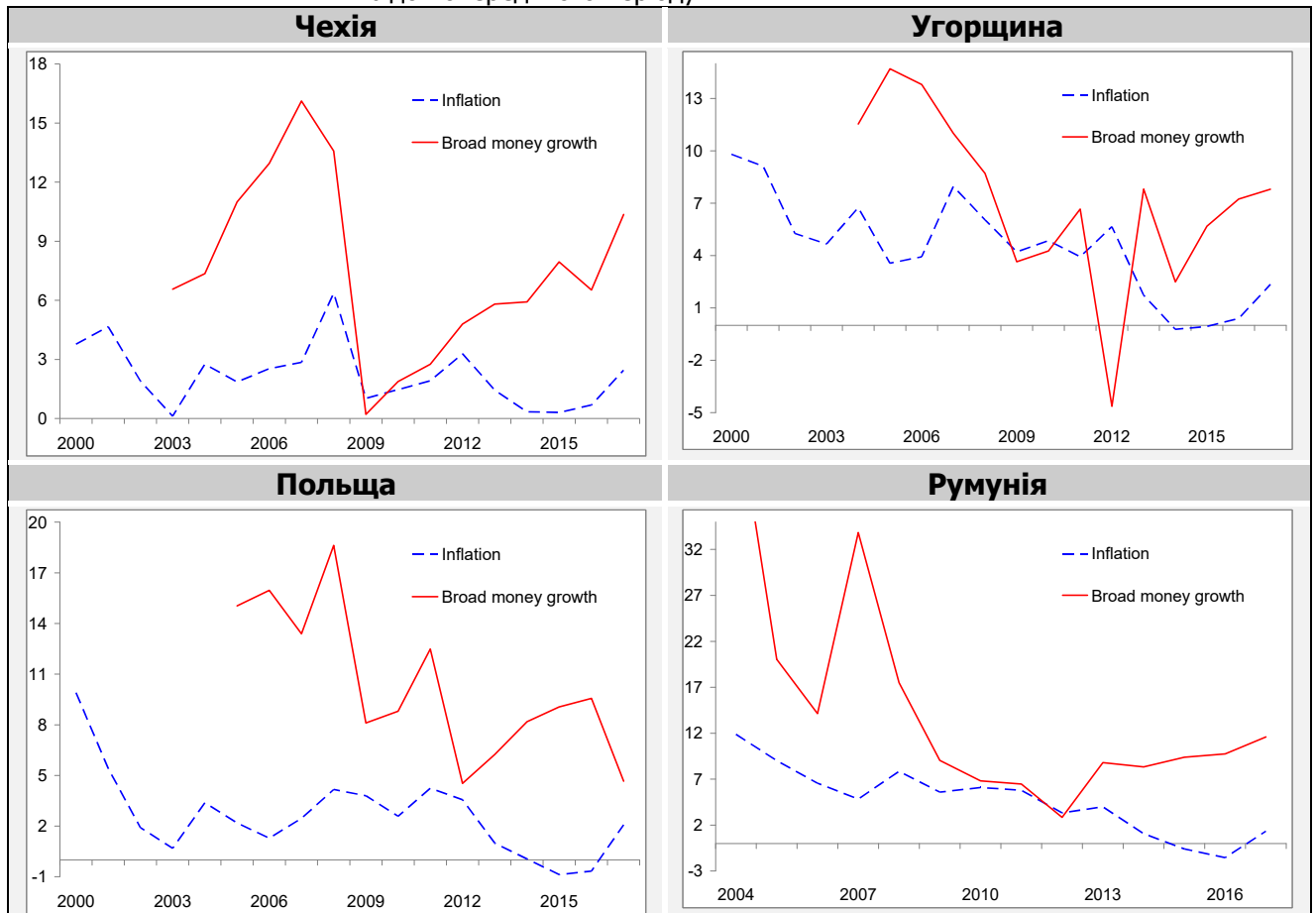
³⁸ Докладніше див. також: Шумська С. Гроші та економічна динаміка в Україні: теорія та емпіричні оцінки взаємозв'язку. – http://www.economyandsociety.in.ua/journal/11_ukr/97.pdf.

³⁹ В успішних висхідних країнах, так само як і у провідних розвинутих, монетарна експансія у кризовий період реалізовувалась через «максимальне» зниження базових ставок центральних банків, купівлю фінансових активів (як державних, так і приватних) для наповнення економічних агентів ліквідністю, що поєднувалось з розширенням фінансування державних інфраструктурних проектів (що було започатковано у США).

⁴⁰ В умовах, коли темпи реального зростання ВВП незначні, а швидкість обігу грошей досить «гладка» функція (або визначається на залишкових умовах), що найчастіше спостерігається на практиці, вказане спрощення є цілком коректним для аналізу монетарного впливу. – Докладніше див. статтю Ю.Бажала «Макромонетарна підтримка інноваційного розвитку в умовах сучасної кризи: контекст країн Центральної Європи», розміщену в цьому виданні.

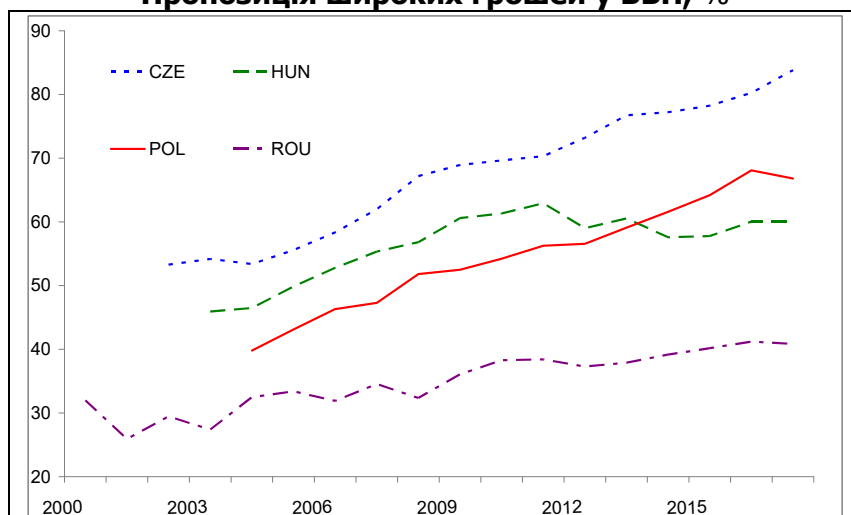
монетарних агрегатів відносно ВВП (або т.зв. монетизація), що як справляє позитивний ефект на поточну економічну динаміку, так і формує у економічних агентів позитивні очікування стосовно доступу до фінансових і грошових ресурсів у середньостроковій перспективі. Загальною тенденцією у країнах ЦСЄ було й залишається зростання монетизації (діаграма «Пропозиція широких грошей у ВВП») при тому, що головною складовою у формуванні пропозиції грошей залишаються внутрішні активи (врізка «Джерела формування пропозиції грошей»).

Зростання споживчих цін і широких грошей, % до попереднього періоду



Зростання широких грошей – Broad money growth, Інфляція – Inflation

Пропозиція широких грошей у ВВП, %



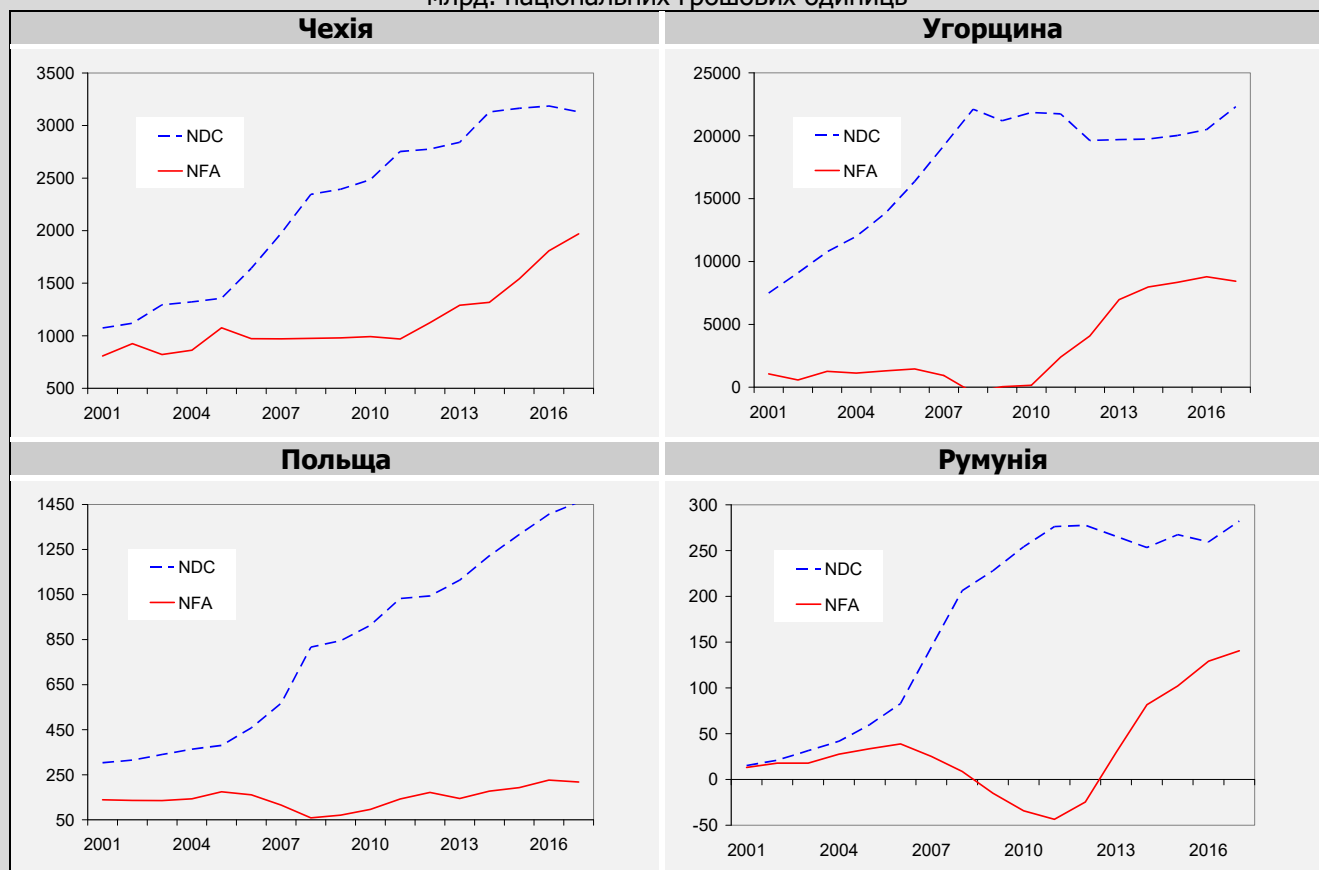
ДЖЕРЕЛА ФОРМУВАННЯ ПРОПОЗИЦІЇ ГРОШЕЙ

Головними складовими грошової маси банківською системою виступають її чисті зовнішні активи (вимоги до резидентів або нерезидентів в іноземній валюті, *NFA*) і чисті внутрішні кредити (ресурси, надані органам влади, державному і приватному сектору у національній валюті, *NDC*). Зміцнення стабілізаційних процесів у країнах ЦСЄ, розвиток національних грошових і фінансових ринків, зниження вартості кредитування (процентних ставок) у таких країнах майже до рівня ставок у розвинутих країнах сприяло наданню переваги кредитних операцій у національній валюті (діаграма «Чисті зовнішні активи та чисте внутрішнє кредитування»). Тому у докризовий період з початку 2000-х років внутрішнє кредитування зростало високими (випереджаючими порівняно із зовнішніми активами) темпами.

Посилення зовнішньоекономічних позицій (розширення експорту, покращення сальдо зовнішньої торгівлі) останніми роками призвело до припливу іноземної валюти до країн, а з тим – розширення частки чистих зовнішніх активів у формуванні грошової маси. При цьому, хоча частка внутрішнього кредитування як урядових потреб, так і приватного сектору у ряді країн знизилась, проте це відбувається на тлі суттєвого зростання номінальних показників ВВП, а відтак – кредитування відповідних державних і приватних структур продовжується і має тенденцію до розширення.

Чисті зовнішні активи та чисте внутрішнє кредитування,

млрд. національних грошових одиниць



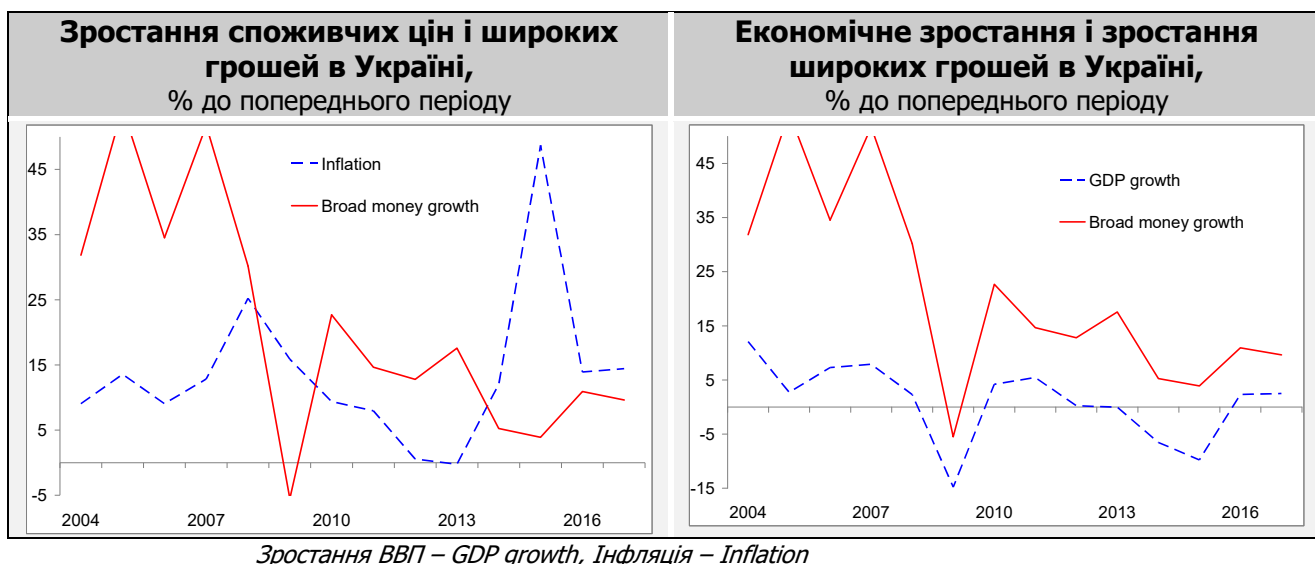
В Україні ситуація з пропозицією грошей помітно відрізняється від такої у виокремлених країнах ЦСЄ⁴¹. Звернемо увагу на стрімке розширення пропозиції грошей, а з тим і зростання рівня монетизації у докризовий

⁴¹ Див., зокрема статтю А.Дробязка «Особливості монетарної політики Польщі, Румунії, Угорщини, Чехії: інструменти та механізми впливу на економічне прискорення», розміщену в цьому виданні.

період (діаграма «Зростання споживчих цін і широких грошей в Україні»), чому не заважала навіть відносно висока інфляція (також, згадаймо, що саме у цей період економіка країни зростала прискореними темпами). У період же між двома кризами (2008-2009рр. і 2014-2015рр.) монетарне розширення (зростання широких грошей на 15-20%, а з тим і високий рівень монетизації як для української економіки) не перешкоджав зниженню інфляції (аж до нульового рівня). І «навпаки» стрімка демонетизація економіки у 2015-2017рр. не змогла послабити інфляційні процеси (а зростання у цей період мало радше символічний характер – менше 3%). Слід, водночас зазначити, що коло факторів, які можуть негативно вплинути на стимулювання економічного зростання, значно ширше і вимагає окремого аналізу⁴².

Більше того, динаміка темпів економічного зростання (реального ВВП) чітко асоціюється із динамікою пропозиції грошей (діаграма «Економічне зростання і зростання широких грошей в Україні») – періоди зростання чітко співпадали з періодами помітної монетарної експансії, найвищі темпи економічного зростання (середньорічна динаміка – близько 7%) спостерігались у докризовий період при 35-50% нарощування монетарних агрегатів, а зниження темпів нарощування пропозиції грошей нижче 5-7% фактично співпадало з падінням реального ВВП. Тобто, у контексті **забезпечення і підтримання позитивної динаміки реального ВВП і низької інфляції** найближчими роками **поновлення монетарної експансії виглядає як необхідна умова** економічного відновлення України.

Якщо порівняти динаміку пропозиції грошей, зростання та інфляції, то достатньо **красномовним і значимим є вплив монетарного розширення на зростання реального ВВП, а вкрай слабкий вплив на інфляційні зміни.**



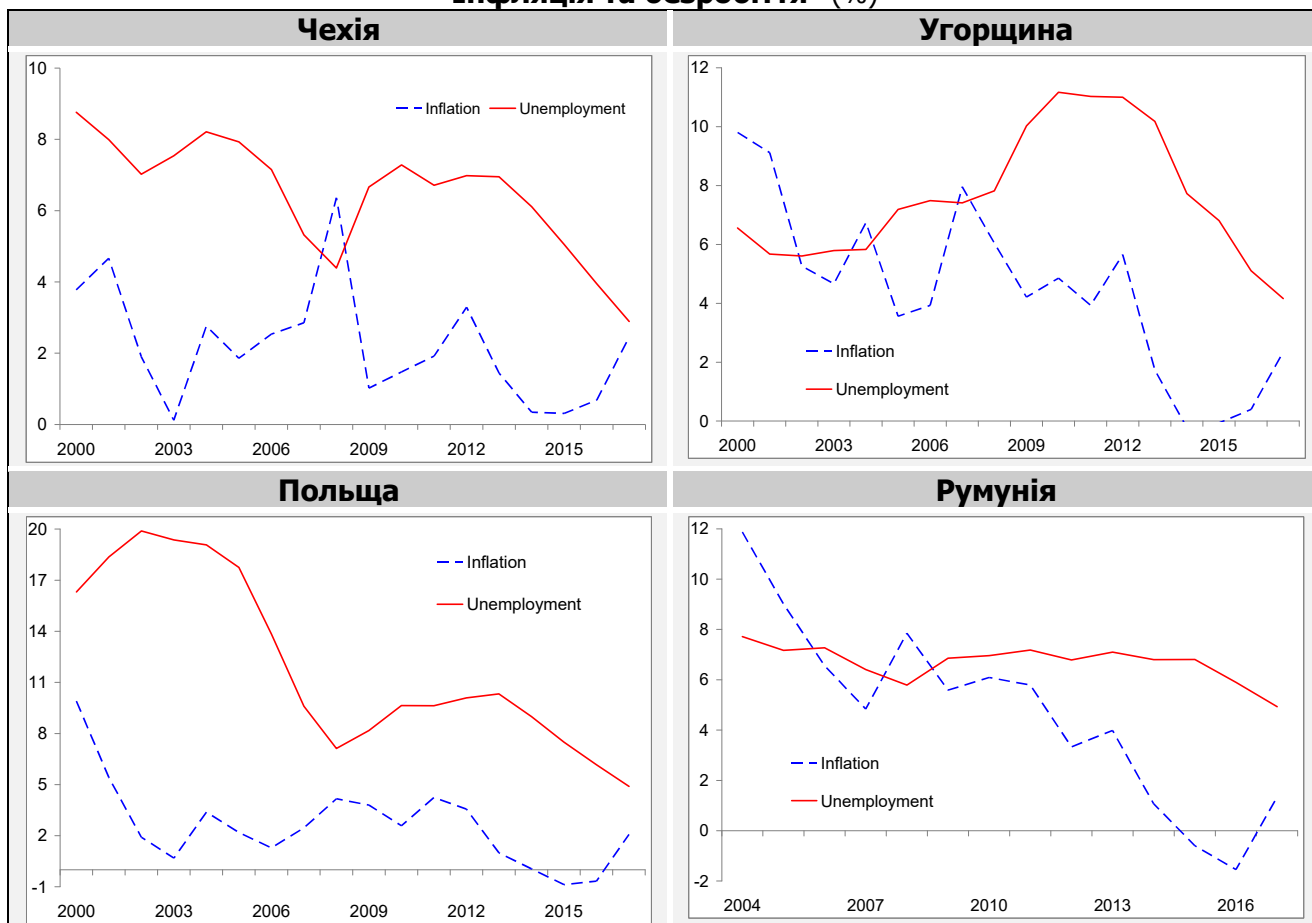
За вказаної спрямованості, вірогідно, доцільним може виглядати і **зміна об'єкту таргетування в Україні**. Підкреслимо, **інфляція в країні**

⁴² Див., зокрема статтю Н.Шапран і В.Шапрана «Ризики та резерви монетарного стимулювання економічного зростання», розміщену в цьому виданні.

є зовсім непрозорим індикатором, радше політичним чи політизованим інструментом влади, не викликає довіри (у достовірності) у економічних агентів, а тому й **навряд чи може слугувати цільовим індикатором** економічної політики. У цьому контексті **монетарне таргетування** (яке не заперечує значимості досягнення низької інфляції) може виглядати **значно привабливішим індикатором і зручнішим у практичній реалізації**.

Зростання, інфляція і зайнятість. Серед цілей діяльності центральних банків, крім інфляції, найчастіше визначається **досягнення повної зайнятості**, і саме забезпечення високої зайнятості (або низького безробіття) виступають видимими критеріями економічного та соціального розвитку⁴³. Зауважимо, досягнення низького рівня безробіття **може входити у суперечність із забезпеченням низької інфляції** (обернена залежність між рівнем безробіття і рівнем інфляції), однак за високої позитивної динаміки, яка підтримується структурними змінами, вказана суперечливість мінімізується.

Інфляція та безробіття* (%)



* Безробіття – Unemployment, Інфляція – Inflation

⁴³ Серед основних функцій НБУ відсутня навіть згадка про зайнятість (чи безробіття). Однак, в багатьох країнах саме успіх у підтримці і сприянні зайнятості (дієвими інструментами чого є процентна політика, кредитування бізнесу і домогосподарств) слугує критерієм успішності реалізованої економічної політики.

Хоча у кризові і перші посткризові роки в багатьох країнах стрімко зросло безробіття, однак надалі країни досягли суттєвих **успіхів у приборканні безробіття**, у т.ч. завдяки **запровадженню додаткових монетарних стимулів** економічного прискорення, і сьогодні рівень безробіття у більшості країн ЦСЄ є найнижчим за два десятиріччя (діаграма «Інфляція та безробіття»).

Більше того, **зниження безробіття** в успішних країнах ЦСЄ супроводжувалось **зростанням продуктивності** – зростанням вироблюваної доданої вартості з розрахунку на одного працюючого за паритетом купівельної спроможності (ПКС) (діаграма «*ВВП на одного працюючого та безробіття*»)⁴⁴. Безпосереднім наслідком цього стало стрімке зростання заробітних плат і доходів домогосподарств, що, своєю чергою, підштовхувало вартість житлової нерухомості, яка історично в багатьох країнах відіграє важливу роль стимулятора внутрішньої ділової активності. Хоча ризики «поганих» іпотечних фінансових інструментів також зростають, однак попит і пропозиція житлових і офісних приміщень в успішних країнах ЦСЄ не демонстрували значних розривів, що й послаблювало вказані ризики. А належне монетарне сприяння (низькі процентні ставки, низький рівень «поганих» і «токсичних» кредитів і активів) підтримувало вартість активів і купівельну спроможність бізнесу і населення⁴⁵.

Інша ситуація спостерігається в Україні – в країні не лише не вдалося підвищити продуктивність праці, але й рівень безробіття залишається значним⁴⁶ (діаграма «*ВВП на одного працюючого ... в Україні*»).

Хоча визнаним є вплив монетарних заходів на формування попиту на робочу силу⁴⁷, проте в Україні ситуація із зайнятістю залишається досить нестабільною. Хоча це завдання – **забезпечення повної зайнятості** – стосовно функцій НБУ не виписано в українському законодавстві, проте у переважній більшості розвинутих і успішних висхідних країн йому приділяється значна увага, що окреслює додаткову **відповідальність центральних банків** у забезпеченні належної економічної політики країни.

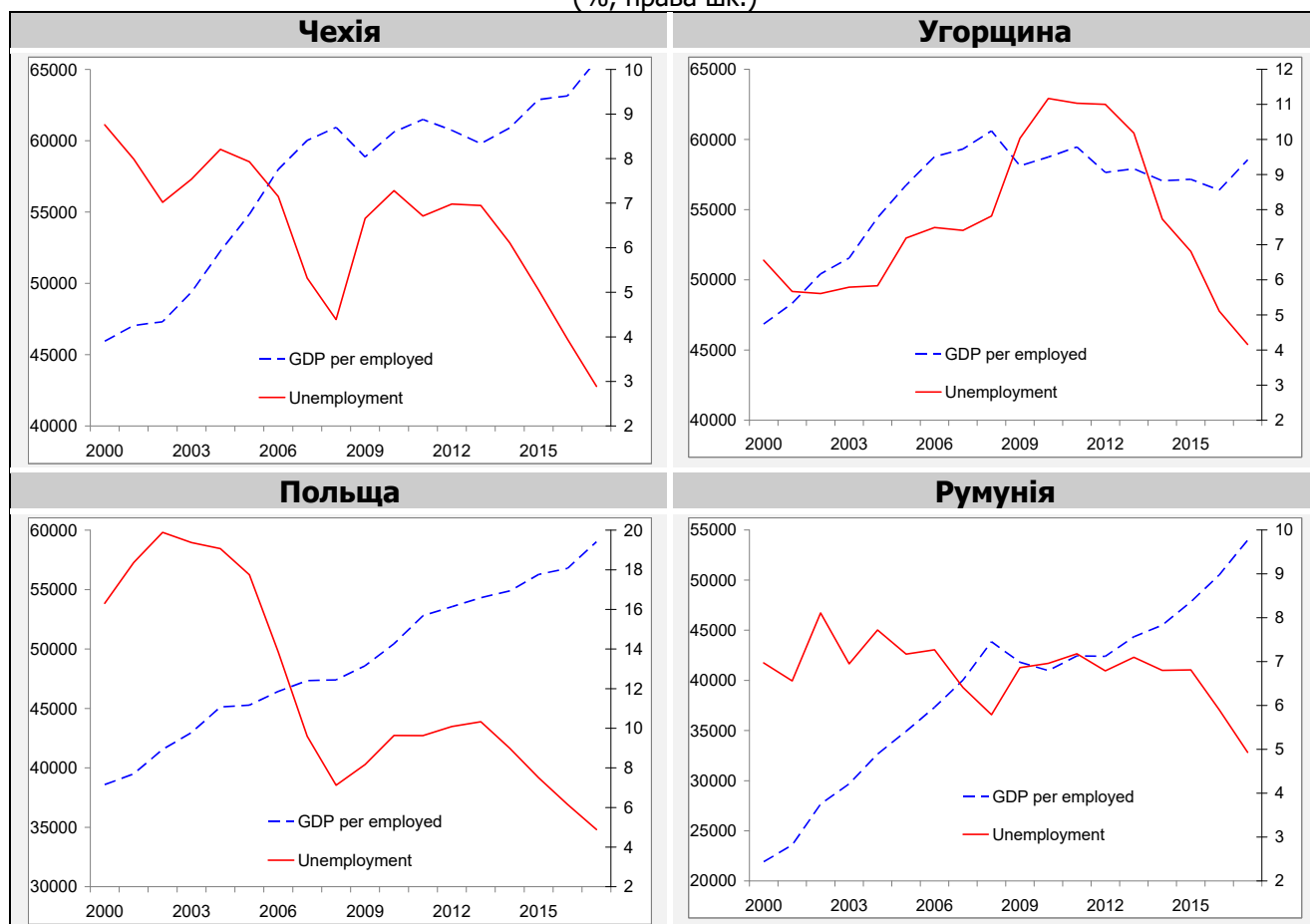
⁴⁴ Поряд з цим, у пост-кризовий період у більшості європейських країн зростання продуктивності мало радше символічний характер, що посилювало рецесійні ризики.

⁴⁵ Слід, однак, зауважити, що оцінки впливу монетарного сприяння на продуктивність праці не є однозначними. Зокрема, за деякими оцінками, монетарна підтримка підприємств (навіть у кризові періоди), хоча й підтримує зайнятість, проте послаблює стимули для структурних перетворень і обмежує перетікання капіталів у більш конкурентоспроможні ніші. Тому й рівень підтримки може залежати від визначених і декларованих пріоритетів. – Див. зокрема: Benito A. How does monetary policy affect labor demand and labor productivity? – <https://wol.iza.org/uploads/articles/340/pdfs/how-does-monetary-policy-affect-labor-demand-and-labor-productivity.pdf>.

⁴⁶ Йдеться про міжнародні оцінки рівня безробіття в Україні, офіційний рівень в країні, поданий Держстатом, залишається надзвичайно низьким – до 2%, а з тим – викликає сумнів у достовірності.

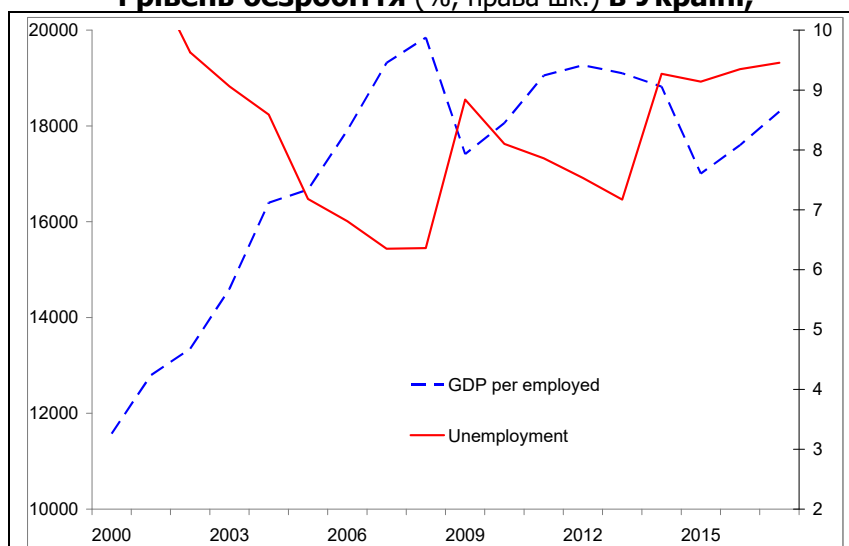
⁴⁷ Benito A. How does monetary policy affect labor demand and labor productivity? – <https://wol.iza.org/uploads/articles/340/pdfs/how-does-monetary-policy-affect-labor-demand-and-labor-productivity.pdf>.

ВВП на одного працюючого (\$ постійних за ПКС) і рівень безробіття*
(%, права шк.)



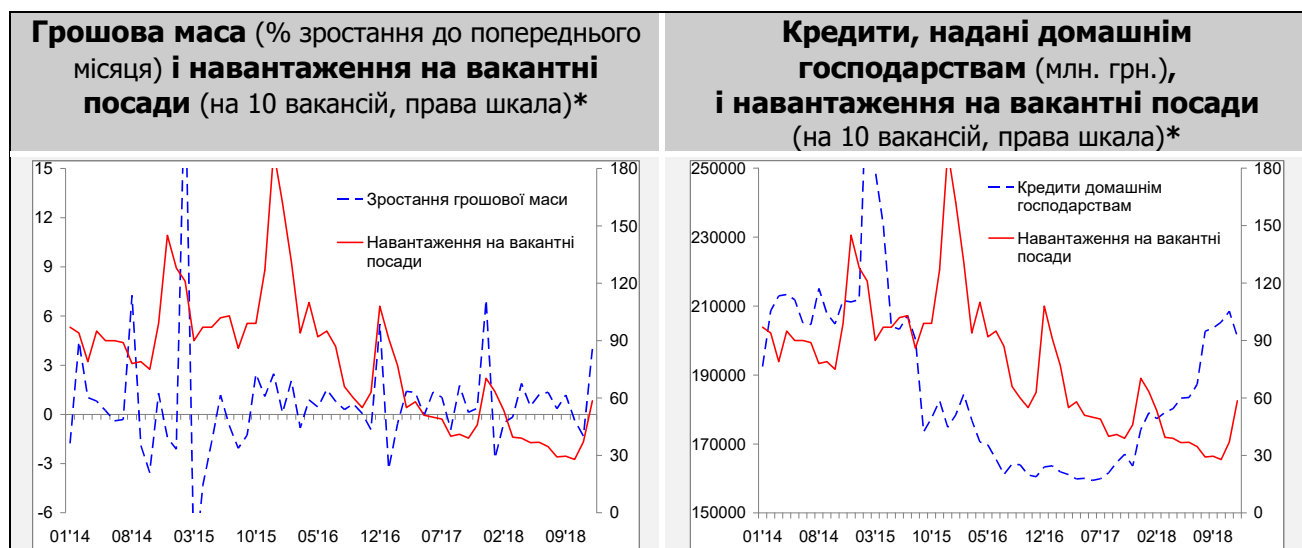
* Безробіття – Unemployment, ВВП на одного працюючого – GDP per employed

**ВВП на одного працюючого (\$ постійних за ПКС)
і рівень безробіття (%, права шк.) в Україні,**



В Україні у кризові 2014-2015рр. обмежуюча пропозиція грошей не мала шансів утримати рівень зайнятості, радше ускладнювала працівникам пошук і зайняття вакантних посад. У 2016-2018рр., коли зростання грошової маси, хоча й було низьким, проте все ж позитивним, навантаження на вакантні посади скоротилось утричі (порівняно з

попереднім періодом) (діаграма «Грошова маса і навантаження на вакантні посади»). Звичайно, в умовах низьких можливостей працевлаштування суттєво знижувалось кредитування домогосподарств (а також відбувалось нарощування «поганих» кредитних зобов'язань). Однак, **покращення ситуації із зайнятістю** означало й **ширший доступ** для населення **до кредитних ресурсів** (діаграма «Кредити, надані домашнім господарствам, і навантаження на вакантні посади»).



* - навантаження зареєстрованих безробітних на 10 вільних робочих місць (вакантних посад), осіб

Процентні ставки. Як представлено в моделі *IS-LM-BP*, визначальним для реалізації економічної політики виступає **взаємозв'язок між доходом, процентною ставкою**, а також результативними фінансовими, монетарними і зовнішньоекономічними інструментами.

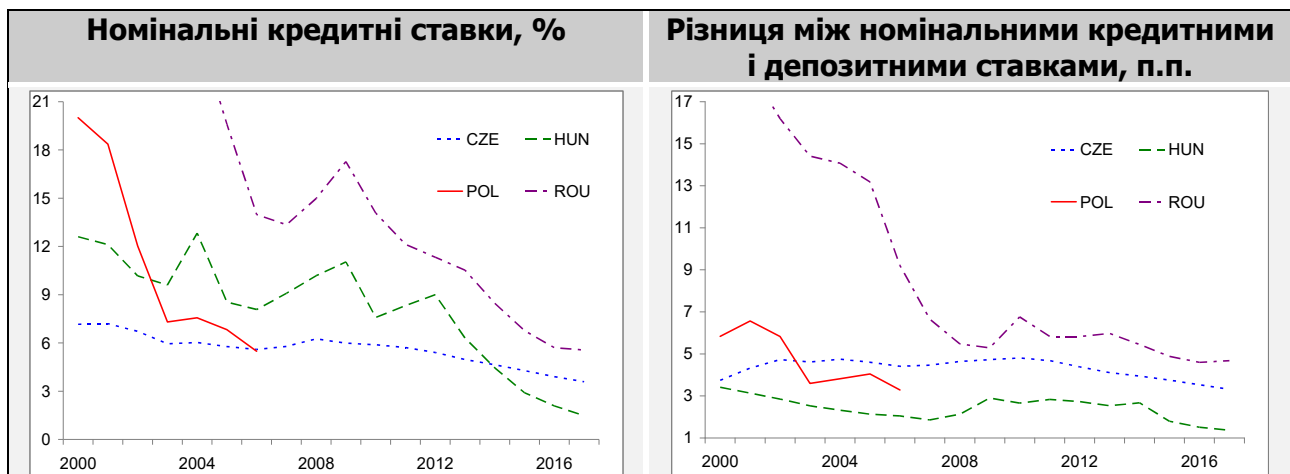
Традиційно у якості антикризових заходів у контексті монетарного стимулювання процентні ставки знижуються до «максимально» можливого рівня, що й було продемонстровано у кризові і перші посткризові роки. Зазначимо, для запобігання і локалізації кризових шоків центральні банки можуть вдаватись до значного підвищення процентних ставок, однак такий захід носить лише короткостроковий характер (для недопущення розширення рецесійних процесів або утікання капіталів, з результатом подібним тому, який отримується у випадку монетарного звуження). Упродовж же стабілізаційного періоду і наступного періоду відновлення ставки провідних банків світу знижувались до нульового рівня, а зважаючи на інфляцію (яка зберігалась у більшості країн), реальні ставки мали навіть суттєво негативні значення. Саме цим шляхом йшли і успішні країни ЦСЄ.

Однак, такої політики вдавалось дотримуватися лише тим країнам, які мали належний інституційний базис і достатню незалежність у реалізації власної економічної політики. Інша ситуація спостерігалась у країнах, які не мали належної монетарної міцності. Так, для висхідних економік в умовах погіршення економічної динаміки (кризових процесів) у рекомендаціях міжнародних фінансових інститутів сьогодні домінують рекомендації підвищення процентних ставок, нібито для стримування

інфляційних процесів і недопущення утікання капіталів з країни. Подібні рекомендації стосувались і України.

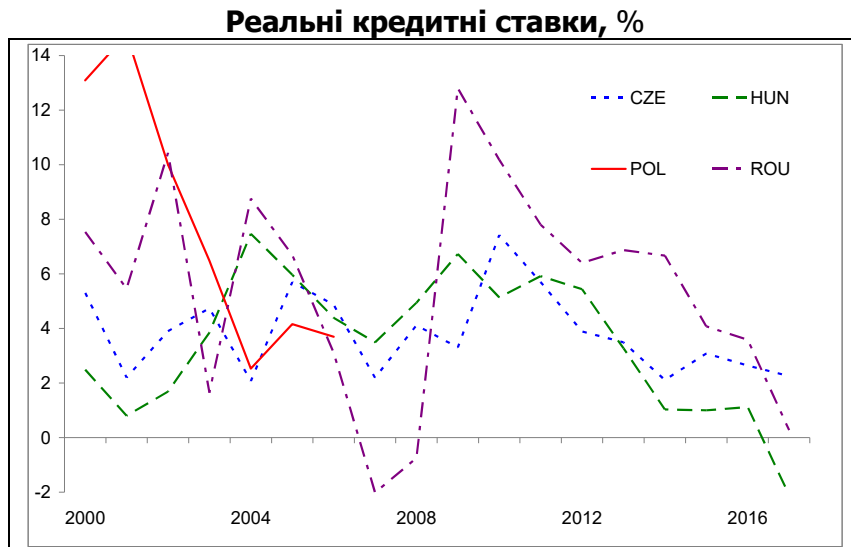
Однак, часто подібні рекомендації надавались **без належного врахування особливостей макроекономічних зв'язків конкретної країни**, і у практичному контексті ситуація виявлялась зворотною – інфляцію скорочувати не вдається, але відкривається простір для здорожчання реальних ресурсів і припливу короткострокового спекулятивного капіталу до національних ринків з високими ставками і високою доходністю. Спроби ж країн утримати ситуацію під контролем через боргові інструменти (в умовах високих ставок) призводять лише до посилення боргового тиску. На жаль, цей сценарій значною мірою реалізовувався в Україні.

Після антикризового підняття ставок у кризові 2008-2009рр. успішні країни ЦСЄ вже у 2010р. суттєво знизили як кредитні, так і депозитні ставки (діаграми «*Номінальні кредитні ставки*» і «*Різниця між номінальними кредитними і депозитними ставками*»). І за кілька років номінальні кредитні ставки знизились до найнижчого рівня – 2-6%. Хоча депозитні ставки також суттєво знизились, проте це не стало чинником утікання ресурсів з банківської системи. Це виявилось одним з вирішальних чинників відновлення зростання у 2011-2012рр. (див. вище діаграму «*Економічна динаміка*»).



Слід зробити важливе **застереження**. Кредити банків для економіки і депозити економічних агентів у банківській системі мають різні чинники і стимули для розширення. Для **розширення кредитування** головним фактором виступає **вартість ресурсів** (процентна ставка), в якій сконцентровані головні ризики інституційного і макроекономічного середовища країни. Для **депозитів** головним мотивом розширення є **надійність збереження** наданих банківській системі власних (заощаджених) ресурсів. Більше того, висока депозитна ставка в окремих банках радше засвідчує не прибутковість, а зростаючу ризиковість операцій та балансів відповідного банку. У вказаному контексті низькі депозитні ставки при незначним чином вищих кредитних ставках є вагомим чинником збалансування активів і пасивів банківської системи, а з тим і розширення пропозиції грошей.

Іншим вагомим фактором розширення кредитування є рівень реальних ставок (номінальних зважених на інфляцію). Так, реальні ставки в успішних країнах ЦСЄ вже у 2014р. знизились нижче 3-4%, а наступними роками навіть знаходились у негативній зоні (діаграма «*Реальні кредитні ставки*»).



Звернемо окрему увагу на те, що **розвиток фактичного макроекономічного середовища** в успішних країнах ЦСЄ чітко **відповідає представленню у** (наведеній вище) **моделі IS-LM-BP. Монетарна експансія** (діаграма «*Пропозиція широких грошей у ВВП*») призводить до **економічного зростання** (діаграма «*Економічна динаміка*») і **зниження процентних ставок** (діаграми «*Номінальні кредитні ставки*» і «*Реальні кредитні ставки*»), що **формує сприятливе середовище** для подальшого розвитку.

Ситуація в Україні суттєво відрізняється від ситуації в успішних країнах ЦСЄ. Кредитні **процентні ставки в Україні залишаються зависокими**, щоб можна було говорити про належний доступ бізнесу до фінансових ресурсів. Так, **упродовж 2018р.** міжбанківські кредитні ставки та ставки за новими кредитами у національній валюті резидентам коливались переважно у діапазоні 16-18% (для домогосподарств – 29-31%), за новими депозитами знаходились на рівні 10-12% (для домогосподарств – 6,7-7,2%). Ставка ж рефінансування НБУ (облікова ставка) з вересня 2018р. складала 18% (хоча НБУ в рамках власної політики «інфляційного таргетування» декларував зниження інфляції нижче 10%). Зрозуміло, в таких умовах **реальний сектор** практично залишався **без ресурсів**, а доходи банків значною мірою формувались за рахунок безризикових високодохідних інструментів – депозитних сертифікатів НБУ та облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП).

НБУ **не мав (або свідомо обмежував) суттєвого впливу** на формування процентних ставок, динаміка ставки рефінансування НБУ радше була відбиттям ставок, що складались на національних фінансових ринках. Своєю чергою, **визначальним індикатором для кредитних ринків** (насамперед, міжбанківського) виступала **валютна динаміка** (діаграма «*Курс гривні і процентні ставки овернайт ...*») (яка значною мірою відіграє роль чутливого індикатора довіри населення і бізнесу до намірів і дій влади): у періоди зміцнення гривні спостерігалась

стабілізація чи навіть певне зниження міжбанківських ставок (січень-серпень 2017р., березень-липень 2018р., грудень 2018р. - лютий 2019р.), послаблення ж гривні супроводжувалось підвищенням ставок (вересень 2017р. - лютий 2018р., серпень-вересень 2018р.).

Курс гривні (грн./\$100) і процентні ставки овернайт (% , права шк.) на міжбанківському ринку, 2017-2018, щоденні



Валютний курс. Як вказувалось, Чехія, Угорщина, Польща і Румунія, хоча і є повноправними членами ЄС, а також оголосили про зорієнтованість на політику інфляційного таргетування, проте донині зберегли власну національну валюту і винятково уважно відслідковують її динаміку (оскільки розуміють **вагомість впливу курсової динаміки на макроекономічне середовище**, а також недопустимість ігнорування регулювання валютної складової монетарної політики).

Вказані країни є активними партнерами у міжнародній торгівлі, насамперед на теренах ЄС (докладніше далі), однак дотримуються різного режиму зорієнтованості чи прив'язки до головних світових валют. Так, Чехія та Угорщина, які є більш відкритими, «дозволяють» власним валютам помітно коливатись чи спрямовуватись до бажаного цільового рівня. Польща і Румунія мають жорсткішу прив'язку злого і лея до євро і долара, відповідно.

Важливим є те, що **центральні банки** країн достатньо **«вільні» у виборі рівня втручання у валютні ринки** і зберігають право і можливості втручання у ситуацію на валютних ринках, зокрема у випадку, коли таке втручання сприятиме реалізації політики інфляційного таргетування⁴⁸. Зазначимо, що з чотирьох розглядуваних країн найбільш «послідовною» у запровадженні вільного плавання національної грошової одиниці була Польща. Угорщина і Румунія періодично проводили валютні

⁴⁸ Див., зокрема: Алехнович А. Макроекономіческая стабилизация в Польше во время мирового кризиса в 2008-2009 гг.: возможные уроки для Беларуси. – http://case-belarus.eu/wp-content/uploads/2011/07/Alachnovic_Macrostabilitation_2010.pdf.

інтервенції, особливо, як не дивно, у випадках зміцнення національної валюти.

Національний же банк Чехії (НБЧ) (що декларував незаперечність інфляційного таргетування) проводив успішні валютні інтервенції (на підтримку чи послаблення національної валюти) залежно від ситуації чи динаміки економічного середовища. Так, у другій половині 2008р. - початку 2009р. (розгортання кризи) цілеспрямовано проводив девальвацію крони (після її значного укріплення у попередні роки), що дозволяло підтримувати виробництво і стримувало зростання безробіття⁴⁹.

А у пост-кризовий період, коли чеська економіка демонструвала високу динаміку, приплив капіталів і позитивні зовнішньоторговельні результати, а крона вийшла на шлях суттєвого зміцнення, НБЧ запровадив фактично «подвійне» таргетування (курсу та інфляції), оголосивши граничний рівень курсового значення 27 крон/\$1. І для недопущення подальшого зміцнення крони навіть проводив масштабні інтервенції з викупу «надлишкової» іноземної валюти (переважно євро)⁵⁰, також знизивши базову ставку до «технічно нульового» рівня (0,05% для двотижневого *repo*)⁵¹. Цим вдалося прискорити чеську економіку, завдяки покращенню цінової конкурентності, а з тим – раціоналізувати ділові та фінансові очікування та підтримати зайнятість. Варто також зазначити, що вказана підтримка «послаблення» крони мала ще один позитивний ефект – подальше покращення рахунку поточних операцій платіжного балансу (докладніше – далі).

Звичайно, національна валюта може бути прив'язана лише до однієї валюти. Курсова ж динаміка до решти валют визначається через крос-курси для недопустимості арбітражних спекулятивних операцій в умовах

⁴⁹ З початку поширення кризових процесів у 2008р. і скорочення сукупного попиту рівень безробіття не зростав високими темпами, оскільки бізнес надавав перевагу скороченню тривалості робочого дня, а не рівня зайнятості. Однак, надалі рівень безробіття зростав, а кількість вакансій помітно зменшувалась, що вимагало активізації підтримки бізнесу та його виходу на зовнішні ринки (в умовах гальмування внутрішнього попиту). – Докладніше див.: Hlédik T., etc. The Czech National Bank's Role since the global crisis. –

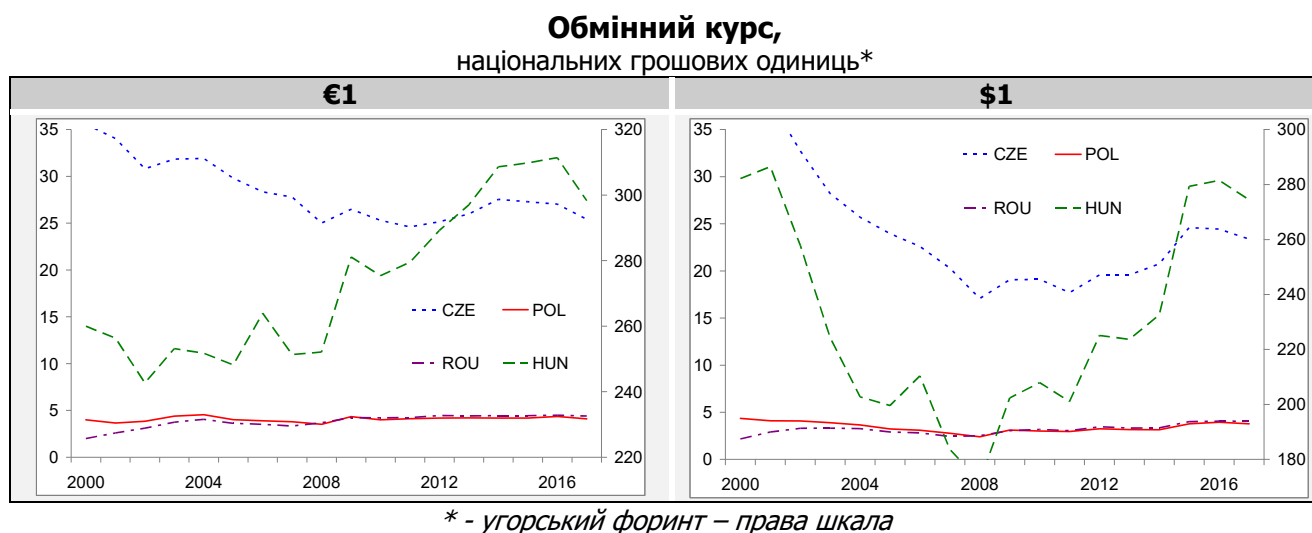
https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/en/public/media_service/interviews/media_2016/cl_16_160429_Holub_Hledik_Kral_Public_Finance_Quarterly.pdf.

Це дозволило утримати вироблюваний ВВП на одного працюючого на досить стійкому рівні (див. діаграму вище «ВВП на одного працюючого та безробіття»).

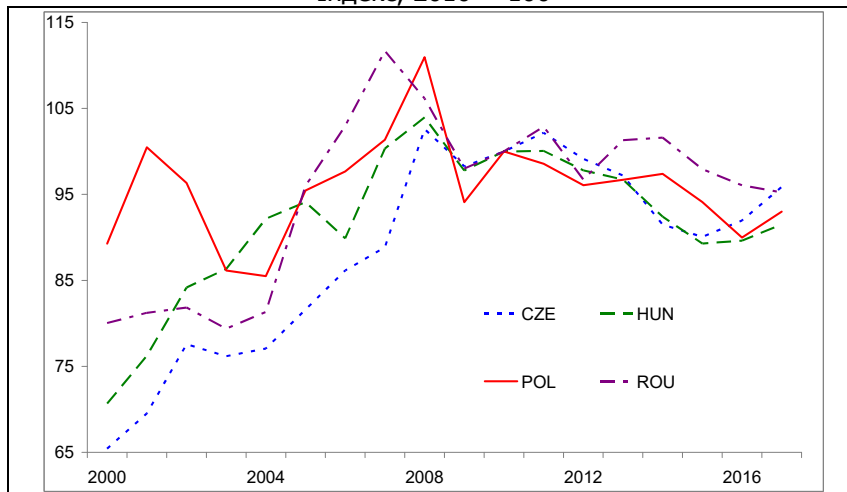
⁵⁰ Докладніше див., зокрема: Головинин М. Денежно-кредитная политика стран Центральной и Восточной Европы в условиях глобализации: режимы и инструменты. – https://financetp.fa.ru/jour/article/view/328?locale=ru_RU.

⁵¹ Не зважаючи на те, що політика негативної процентної ставки у 2012-2013рр. активно дискутувалась, однак НБЧ продовжував стимулюючі заходи, оголосивши при цьому, що готовий і надалі управляти курсовою динамікою (як додатковим інструментом), якщо подальше монетарне послаблення виявиться необхідним або ж необхідним буде наблизити курс крони до бажаного рівня CZK/€ 27. Зауважимо, що у цьому НБЧ відкинув рекомендації МВФ, згідно з якими інтервенції мали бути фіксованими за обсягами і часовим періодом до досягнення цільового рівня інфляції і вказаного курсу (оскільки для малої відкритої економіки вкрай важко упереджуючи визначити «результативні» обсяги інтервенцій).

фінансової відкритості, характерної для країн ЄС. Зважаючи на відносно незначні коливання євро відносно долара у посткризовий період, прив'язка до однієї з вказаних валют значною мірою визначала і близькість динаміки до іншої⁵². Зауважимо, що польський злотий був зорієнтований на євро, а румунський лей – радше на долар, однак у фактичній динаміці як злого, так і лея відмінності у їх курсовій динаміці до обох міжнародних валют були незначними (діаграма «Обмінний курс»).



Реальний ефективний обмінний курс,
Індекс, 2010 = 100



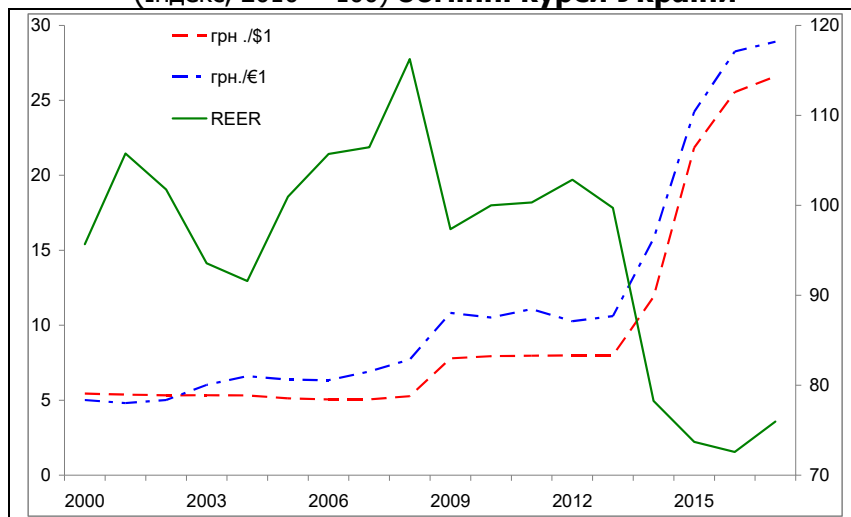
Особливістю динаміки чеської крони є те, що вона демонструвала і продовжує чітку тенденцію до зміцнення, Чеський національний банк навіть змушений був проводити інтервенції для послаблення зміцнення крони (з метою недопущення втрат у міжнародній торгівлі). Ще більш агресивно у посткризовий період відбувалась девальвація угорського

⁵² Зауважимо, хоча головними торговельними та інвестиційними партнерами успішних висхідних країн були і є країни ЄС, однак, зважаючи на суттєву імпорتنу складову у платіжному балансі сировинних і енергетичних товарів, які переважно котуються у доларах, важливими для виокремлених економік є динаміка їх валют не лише до євро, але й до долара.

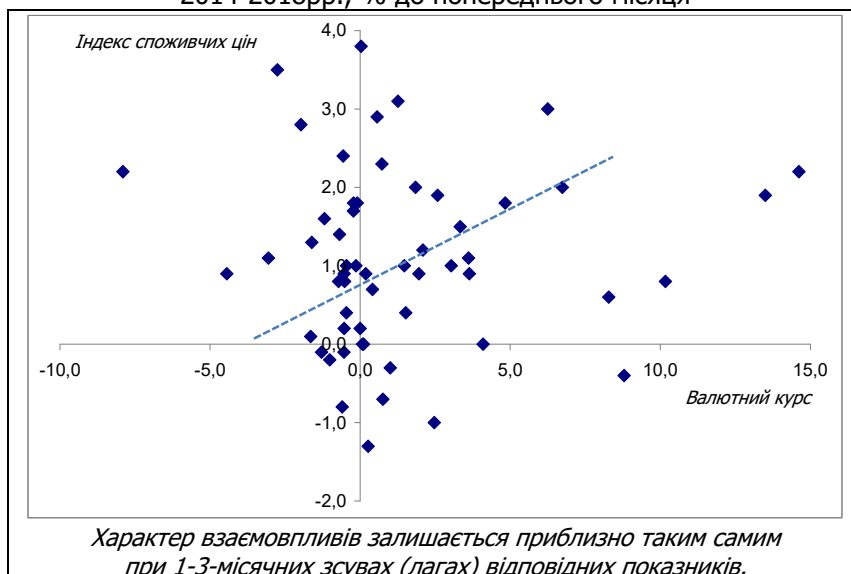
форинта (значна керована девальвація), натомість країна зуміла вийти на траєкторію значного торговельного надлишку (докладніше далі), а з тим і прискорення зростання.

Фактично йдеться про те, що у посткризовий період у валютній політиці успішних країн ЦСЄ домінували наміри **підтримки сприятливого** (для міжнародної торгівлі) т.зв. **реального ефективного обмінного курсу** (*Real effective exchange rate – REER*). І дійсно, якщо у докризовий період номінальне зміцнення національних валют при відносно високій інфляції призводило до реального посилення ефективного курсу, що посилювало ризики зростання зовнішньоторговельного дефіциту, то у посткризовий послаблення реального ефективного курсу (діаграма «*Реальний ефективний обмінний курс*») дозволило країнам суттєво зміцнити торговельні баланси (див. діаграму далі «*Сальдо рахунку поточних операцій*»)

Номінальні (грн./\$1, грн./€1) і реальний ефективний обмінні курси України
(Індекс, 2010 = 100)



Зростання значення курсу та індексу споживчих цін, 2014-2018рр., % до попереднього місяця



В Україні жорстка прив'язка гривні до долара (фактично реалізовувалась політика фіксованого курсу) в умовах високої інфляції та імпорто-сировинної моделі зовнішньої торгівлі призводили до значного зростання ефективного курсу (діаграма «*Номінальні і реальний ефективний обмінні курси України*»), що й без того посилювало дефіцитність рахунку поточних операцій платіжного балансу. І лише гривневі обвали (які дорого коштували українській економіці) у 2008-2009рр. і 2014-2015рр. знизили реальний курс, що, втім, не означало довгострокового і стійкого покращення зовнішньоторговельного сальдо, внаслідок низької конкурентоспроможності національної економіки.

Стосовно курсового впливу в Україні слід вказати на наступне. **Вагомий і значимий взаємозв'язок** спостерігається **між рівнем інфляції та змінами значень курсу** (діаграма «*Зростання значення курсу та індексу споживчих цін*»), що зумовлено, насамперед, **високою чутливістю українців до коливань валютного курсу** (та його впливу на інфляційні очікування). А інфляція виступає не як незалежний індикатор економічної політики, а радше як «наслідувач» валютних змін. Тому намагання приборкати інфляцію при ігноруванні курсової динаміки (принаймні) приречені на провал.

3. Фіскальні та інвестиційні складові

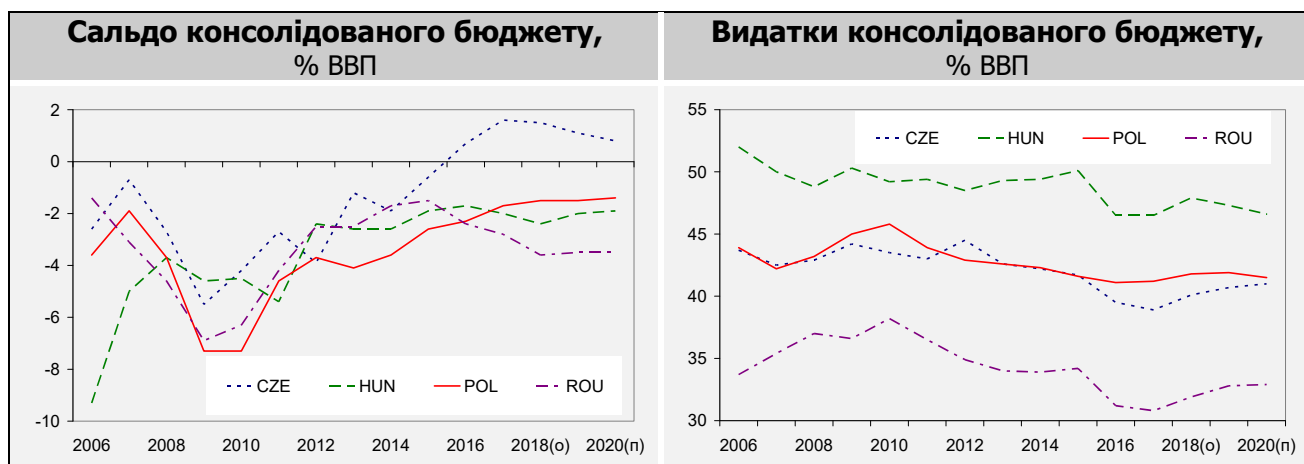
Особливістю успішних висхідних країн ЦСЄ було те, що, хоча серед найважливіших пріоритетів виокремлювалась антиінфляційна політика, проте вона на домінувала над цілями і завданням макроекономічного збалансування і зростання. Тому у перші стабілізаційні роки **високі темпи зростання** (як вказано вище) **утримувалися поряд із досить високою інфляцією**. Звичайно, справедливим є і зворотне – збалансоване довгострокове зростання могло забезпечуватись послідовним покращенням як безпосередньо інфляційної динаміки, так і інфляційних очікувань, вагомою складовою чого є фіскальне збалансування.

Слід нагадати, що фіскальна експансія є однією з найвагоміших складових економічного прискорення. Однак, згідно з моделлю *IS-LM-BP*, наслідком фіскальної експансії може стати підвищення процентних ставок (збільшення попиту на фінансові ресурси для монетарного розширення означає, принаймні, збільшення попиту на державні цінні папери, що підвищує їх привабливість для інвесторів та їх прибутковість). Механізмом, який нейтралізує зростання ставок (внаслідок фіскальної експансії), є вже монетарне стимулювання (розширення пропозиції грошей, що зумовлює зниження процентних ставок), а також девальваційні тенденції. У результаті, вказані нарощування пропозиції грошей можуть провокувати інфляційні ризики і генерувати інфляційно-девальваційну спіраль.

Це ґрунтується на тому, що негативні інфляційні очікування (прискорення інфляції) можуть призвести до певної «відмови» від готівкових грошей на користь товарної маси, а надалі – споживчого буму (ще сильніше підганяючи споживчі ціни), зростання споживчих витрат, а відтак – до подальшого розширення державних витрат на соціальні потреби і зниження рівня заощаджень, що неодмінно відіб'ється не лише на

зниженні інвестицій та інвестиційних намірів, але й на розбалансуванні бюджетів і утіканні ресурсів з банківської системи. Зрештою, це підтверджується і (наведеною вище) моделлю *IS-LM-BP*, згідно з якою **лише узгоджена з монетарною фінансова політика** («нейтральна» і навіть стримуюча) може підтримати низькі ставки і економічне зростання.

Фінансове збалансування. Хоча інструменти фінансового стимулювання періодично використовувались у різних країнах, проте упродовж останнього десятиріччя такі можливості були суттєво обмежені. Фінансове стимулювання у кризові і перші посткризові роки (2008-2011рр.) призвело до стрімкого зростання дефіциту державних фінансів у переважній більшості країн світу, у т.ч. всіх чотирьох виокремлених країн ЦСЄ (діаграма «*Сальдо консолідованого бюджету*»)⁵³, що, зазвичай, оцінюється вкрай негативно в умовах відсутності надійних неінфляційних джерел покриття таких дефіцитів. Наступними роками у країнах ЦСЄ відбувалося посилення фінансових позицій, тому, хоча й утримувався фінансовий дефіцит, проте він був на безпечних рівнях навколо 3% ВВП (у Чехії навіть послідовний перехід від дефіцитного до профіцитного сальдо). Лише Румунія змушена була розширити фінансову підтримку зростаючих соціальних потреб.



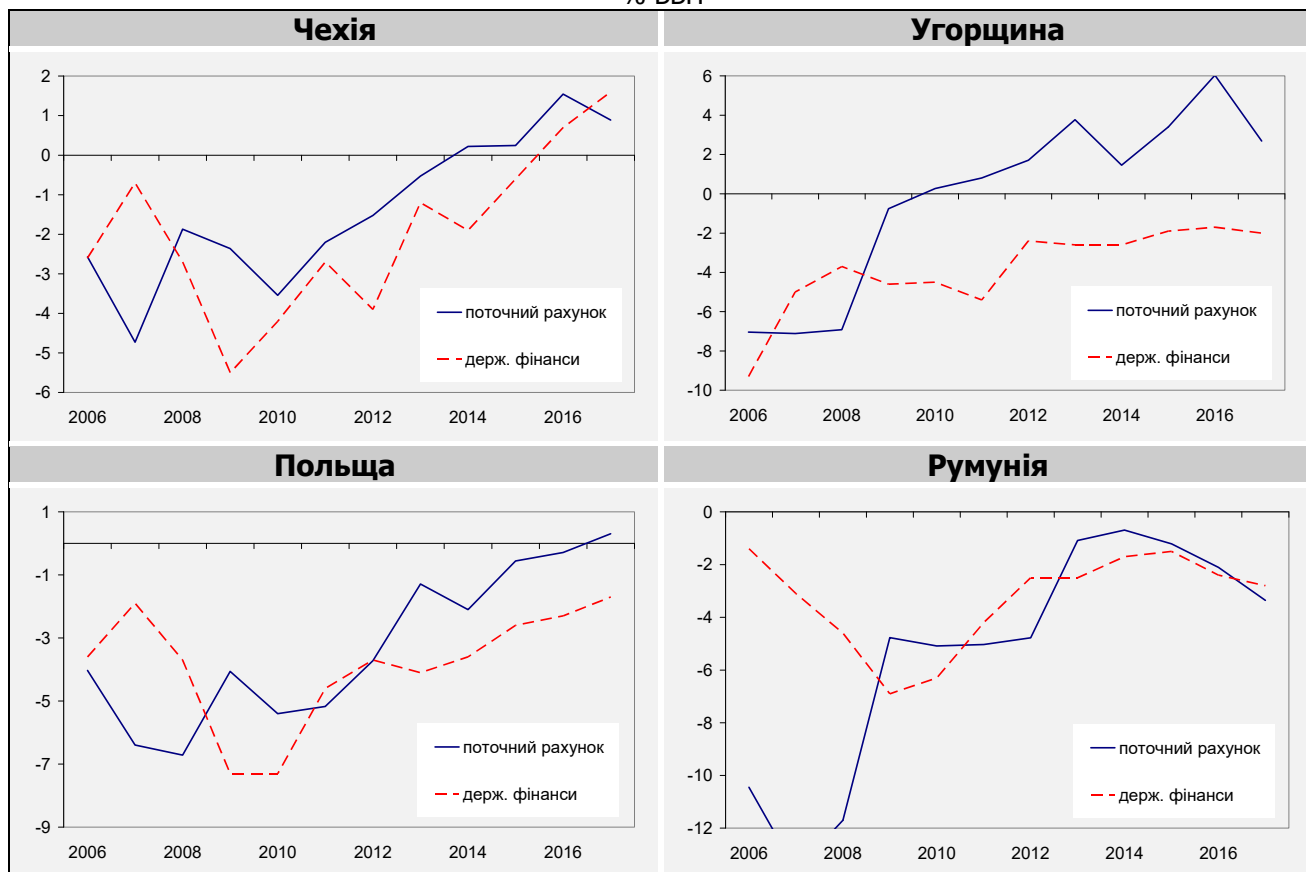
Консолідація державних фінансів у посткризовий період відбувалась завдяки поступовому незначному зниженню як доходів (у структурі ВВП), так і видатків (діаграма «*Видатки консолідованого бюджету*»). І, вірогідно, така політика продовжуватиметься, оскільки рівень участі держави у перерозподілі ВВП є досить високий⁵⁴. Тому фінансове стимулювання економічної динаміки, якщо і відбуватиметься, то матиме лише незначний (щоб не допустити нового витку нарощування дефіцитів державних фінансів) вплив на продуктивність і конкурентоспроможність.

⁵³ IMF Fiscal Monitor (випуски різних років). – <https://www.imf.org/en/Publications/FM/>.

⁵⁴ Звернемо увагу, що найближчими роками Угорщина та Польща продовжуватимуть політику попередніх років – «слабкої» консолідації бюджетів. Чехія ж має намір відновити фінансове стимулювання, особливо зважаючи на утворений профіцит консолідованих бюджетів. Румунія ж, не зважаючи на відносно високий дефіцит (понад 3% ВВП), також продовжить фінансове стимулювання через розширення державних видатків з метою утримання стійкого збалансованого зростання.

Слід нагадати, що «класичним» взаємовпливом фінскальних рахунків і рахунку поточних операцій платіжного балансу є **гіпотеза т.зв. подвійного дефіциту**⁵⁵. Згідно з нею дефіцит державних фінансів часто супроводжується дефіцитом зовнішньої торгівлі (або рахунку поточних операцій) і навпаки (діаграма «Прояв подвійного дефіциту»).

Прояв подвійного дефіциту,
% ВВП



Більше того, макроекономічний аналіз вимагає врахування взаємовпливів динаміки реального ВВП, фінскального балансу і (в особливості) державних видатків, інвестицій, а також рахунку поточних операцій⁵⁶. У такому випадку покращення/погіршення одного з балансів сприяє покращенню й іншого вже у короткостроковій перспективі, що загалом підтверджується випадками розглядуваних країн ЦСЄ⁵⁷

⁵⁵ Див., зокрема: Grubišić Z., etc. Impact of government balance and exchange rate regime on current account during the economic cycle: evidence from CEE countries. – https://www.efri.uniri.hr/upload/Zbornik_1_2018_2verzija/02-Grubisic-Kamenkovic-Zdravkovic-2018-1.pdf.

⁵⁶ Bussière M. Current Account Dynamics In Oecd And Eu Acceding Countries – An Intertemporal Approach. – <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp311.pdf?1df3dbcc31b1d3a751a968751b4c6e62>.

⁵⁷ ...так, із зростанням державних витрат, що провокують бюджетний дефіцит, домогосподарства (або бізнес) отримують додаткові ресурси, що, своєю чергою, збільшує внутрішній попит і прискорює імпорт, а тому й призводить до підвищення зовнішньоторговельного дефіциту. Крім того, зростання внутрішнього попиту провокує зростання процентних ставок, що у випадку високої мобільності капіталів може спричинити приплив у національну економіку

Фіскальна консолідація найближчими роками проявить ще один позитивний ефект – йдеться про зменшення боргів, а відтак і боргового навантаження на економіку успішних країн. Якщо у перші посткризові роки країни повинні були піклуватись про прискорення відновлення, у т.ч. з використанням заходів фіскального стимулювання, наслідки чого проявлялись у підвищенні боргових позицій, то надалі всі країни послідовно покращували фіскальні баланси (діаграма вище «Сальдо консолідованого бюджету»), а з ними і зменшували борги (таблиця «Валовий борг узагальненого уряду»⁵⁸).

Серед виокремлених країн лише Угорщина має державний (включно з боргами регіональних влад) борг, який перевищує 70% ВВП. Проте започаткова тенденція до зниження видатків і скорочення дефіциту державних фінансів, вірогідно, найближчими роками продовжуватиметься. Доречно також звернути увагу на стрімке зниження обсягу державного боргу у Чехії – з найвищого рівня 45% ВВП у 2013р. до 33% ВВП у 2018р., що є одним з наслідків позитивного сальдо державних фінансів. Лише Румунія, як вказано, збільшуючи соціальні та інвестиційні видатки, знову започаткувала тенденцію до нарощування боргів. Однак, зважаючи на загалом низькі боргові показники, ризики фіскальних системних дисбалансів для країни залишаються невисокими.

Валовий борг узагальненого уряду,
% ВВП

	2010	2014	2018	2019(п)
Чехія	37,4	42,2	33,2	31,9
Угорщина	80,2	76,6	71,3	69,1
Польща	53,1	50,3	50,0	48,5
Румунія	30,8	40,5	37,2	38,8

Слід нагадати, що досить високі темпи економічного зростання останніх років в країнах ЦСЄ зумовлені підвищенням **споживчого та інвестиційного попиту**. Стійкий споживчий попит утворився завдяки конкурентному виробництву і послідовному зростанню заробітних плат. Інвестиційний попит (щорічне зростання 2-5%) значною мірою завдячує наявності і можливості використання структурних фондів ЄС. Слід, однак, зауважити, що вже у 2020р. вплив вказаних чинників помітно послабиться, оскільки закінчиться дія нинішнього (сприятливого для країн ЦСЄ) розподілу структурних фондів, у т.ч. внаслідок виходу Великої Британії з ЄС. Крім того, певне гальмування економічного прискорення може бути зумовлене вказаним погіршенням економічної динаміки найбільших розвинутих країн ЄС (Франції, Італії, Іспанії), а також посиленням строгості монетарної політики (підвищенням процентних ставок – завершенням етапу «нульових процентних ставок»)⁵⁹.

короткострокових (спекулятивних) капіталів, що й надалі може посилити макроекономічне розбалансування.

⁵⁸ Fiscal Monitor. –

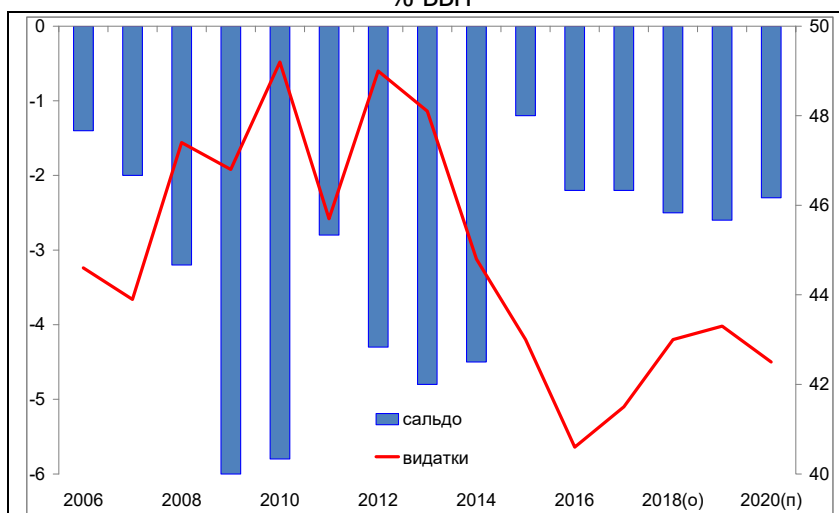
<https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2018/10/04/fiscal-monitor-october-2018>.

⁵⁹ Credit Suisse Emerging Markets Quarterly. Q1, 2019.

Поряд з цим, насамперед Чехія і дещо меншою мірою Польща, у 2019-2020рр. зможуть підвищити соціальні видатки (зокрема, у Чехії вже оприлюднені наміри підвищення заробітних плат і пенсій). Що не матиме суттєвих негативних наслідків макроекономічних розбалансувань, оскільки у Польщі сальдо консолідованого бюджету низьке, а у Чехії воно взагалі позитивне.

У випадку України ситуація знову ж різниться, порівняно з країнами ЦСЄ. Хоча Україна має відносно невисокий рівень видатків консолідованого бюджету (упродовж останнього десятиріччя – у діапазоні 40-49% ВВП, тобто приблизно середній рівень між показниками Польщі та Угорщини), однак до 2014р. дефіцити залишалися значними (у т.ч. внаслідок того, що країна «болісно» пройшла глобальну кризу 2008-2009рр.). Оскільки доходи в умовах кризових процесів розширювати не вдавалося, то розширення видатків (переважно соціальних) одразу призводило до зростання фіскальних дефіцитів (діаграма «Сальдо і видатки ... України»).

Сальдо і видатки консолідованого бюджету України,
% ВВП

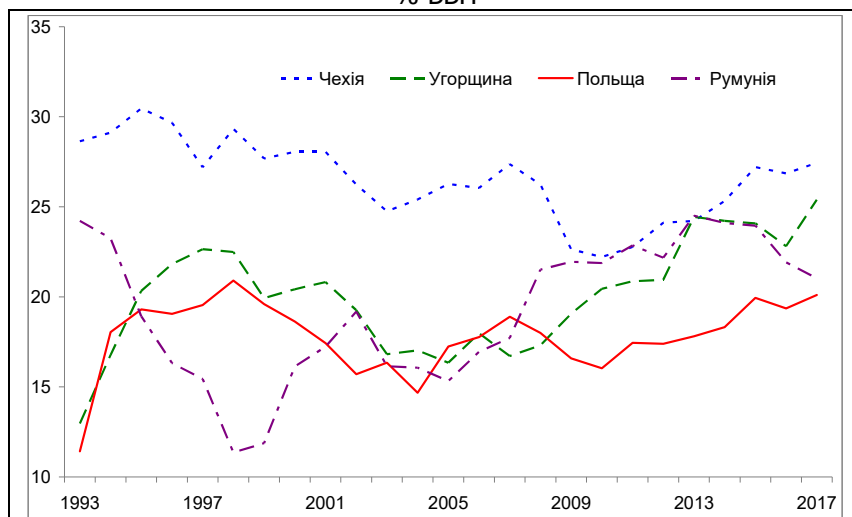


Обмеженість ринку внутрішніх запозичень і недовіра іноземних інвесторів до вітчизняного економічного середовища ускладнювали залучення зовнішніх ресурсів (які «в кращому випадку» були дорогими, що швидко призводило до зростання зовнішнього боргу). Тобто фіскальне розбалансування в Україні проявлялось задовго до кризових процесів 2014-2015рр. І загалом Україна практично не мала можливості проводити активну стимулюючу фіскальну політику, що суттєво обмежувало спроможність влади до зміцнення макроекономічного середовища і започаткування економічного прискорення.

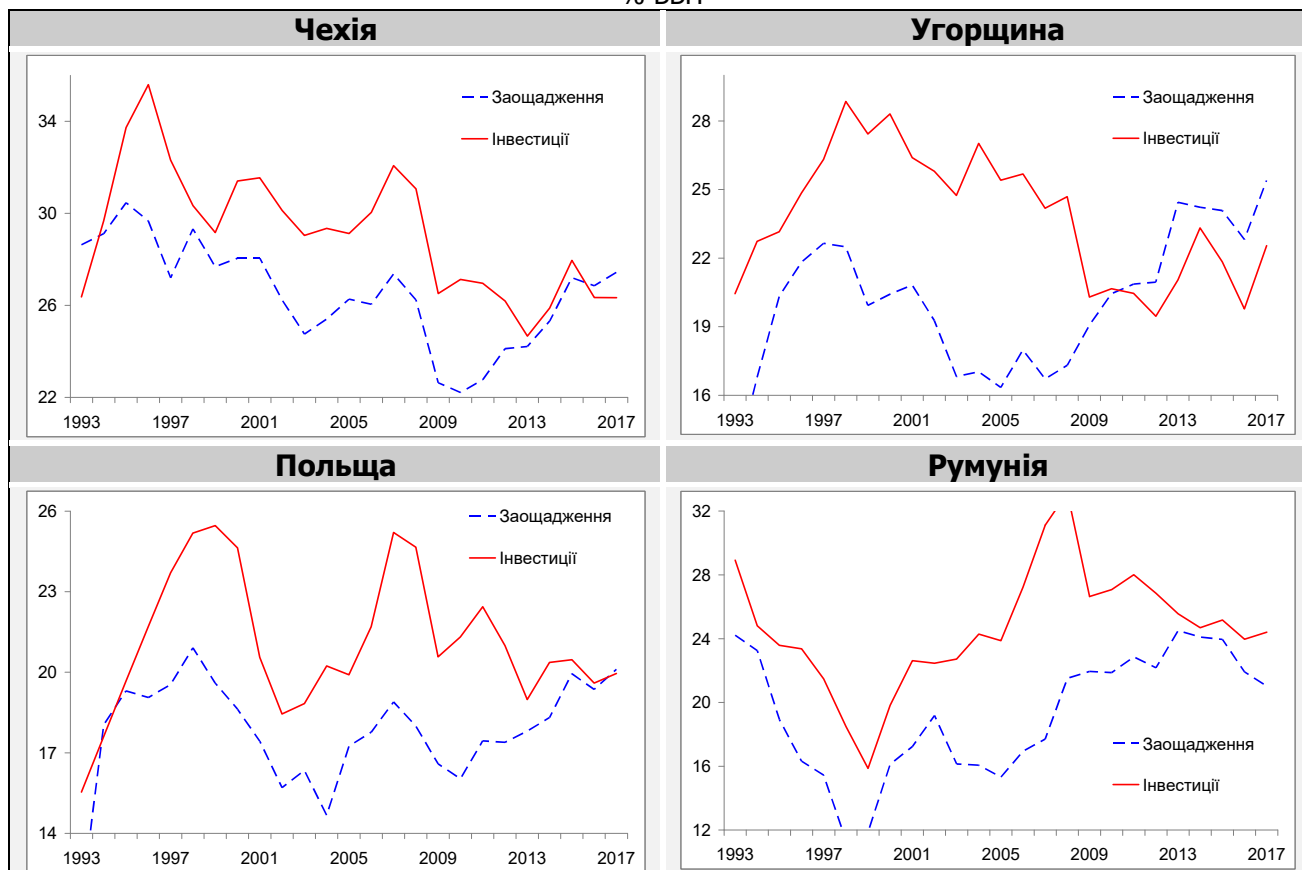
Інвестиційна підтримка зростання. Утримання позитивної динаміки успішних країн ЦСЄ дозволяло **активізувати внутрішні джерела для інвестиційного розширення**. Так, у перші роки членства у ЄС економічне прискорення було пов'язане із стрімким розширенням споживання, що є природнім проявом постсоціалістичного соціально-економічного середовища. Однак, у посткризовий період ситуація поступово почала змінюватись – помітно скоротилась частка споживання (насамперед, державного) у структурі ВВП, зросли заощадження (у т.ч.

завдяки зміцненню банківської системи, яка менш болісно перенесла кризовий тиск 2009-2010рр.) (діаграма «Валові заощадження»), і, як наслідок, сьогодні головними стимуляторами і прискорювачами економічного розвитку розглядаються інвестиції (діаграма «Заощадження і валові інвестиції в основний капітал»).

**Валові заощадження,
% ВВП**



**Заощадження і валові інвестиції в основний капітал,
% ВВП**



Інвестиційне розширення може забезпечуватись принаймні у трьох напрямках:

- валовими заощадженнями (домогосподарств, бізнесу, сектору державного управління),
- кредитуванням банківською системою уряду і приватного сектору,
- підтримкою прямих іноземних інвестицій.

Згідно з макроекономічними моделями, за низького рівня заощаджень **фіскальна експансія** може призвести до підвищення процентних ставок і **витіснення інвестицій**, а **нейтралізація** (недопущення стрімкого зростання ставок) можлива через **канал монетарного розширення**. У такому випадку на чільне місце знову виходить упереджуюче розширення пропозиції грошей – ставки «підштовхуватимуться» до зниження, а фінансові ресурси, у т.ч. на інвестиційні потреби, стають доступнішими. Саме подібні механізми спрацьовували в успішних країнах ЦСЄ, в умовах утримання фіскального збалансування.

Втім, інвестиційна динаміка у країнах ЦСЄ залишається неоднорідною. Так, якщо у Польщі, Угорщині, Чехії у посткризовий період обсяги інвестицій демонструють стійку тенденцію до зростання, то у Румунії ситуація ускладнилась, що значною мірою зумовлено необхідністю «економії» через високі бюджетні та зовнішньоекономічні дефіцити.

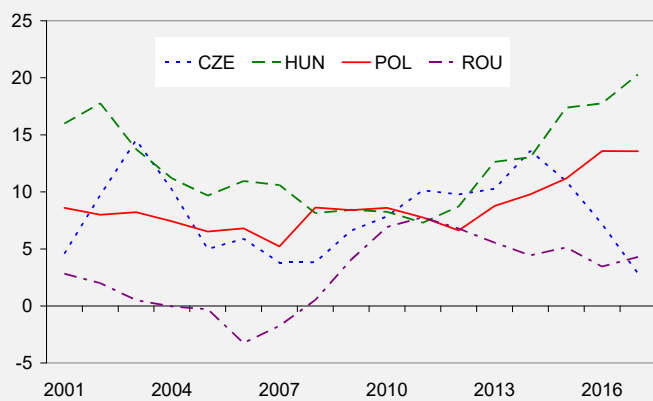
Підкреслимо, що розширення інвестицій значною мірою відбулося, як вказувалось, завдяки ресурсам ЄС, фінансуванню великих інфраструктурних проектів. Для підтримки стійкого зростання слід очікувати, що подальша інвестиційна експансія найбільш видимо просуватиметься у Польщі, в якій рівень інвестицій у структурі ВВП, як для динамічної висхідної країни, залишається все ще низьким⁶⁰.

Не слід виключати і те, що в подальшому інвестиційному розширенні успішних країн ЦСЄ **значну роль відіграватимуть системні проекти**, де домінуватимуть **структурні**, в рамках державно-приватного партнерства (насамперед, у Чехії та Польщі), які **підтримуватимуться монетарними** заходами. Принаймні, у посткризовий період спостерігається дещо суперечлива ситуація – при зростанні вимог банківської системи до центрального уряду (проте, як вказувалось, за збереження бюджетної дисципліни, що послаблює ризики розпорошення державних фінансів) (діаграма «*Вимоги банківської системи до центрального уряду*») в окремих країнах (Угорщина, Румунія) відбувається відносне зменшення фінансування приватного сектору (діаграма «*Кредити приватному сектору*»)⁶¹. Вірогідно, різноспрямовані тенденції в Угорщині і Румунії можуть свідчити про все ще слабкі стимули розширення державно-приватного партнерства.

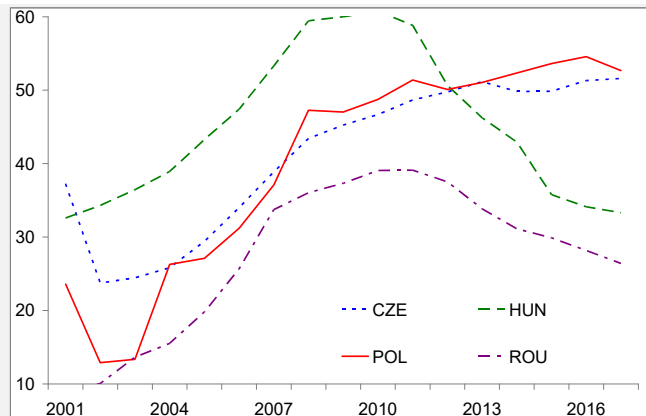
⁶⁰ Інвестиції у структурі ВВП Польщі останніми роками знаходяться на рівні 20%, в Угорщині – 21-23%, Чехії та Румунії – 25-27%.

⁶¹ У посткризовий період в багатьох країнах були запроваджені більш жорсткі умови кредитування банківською системою реального сектору для недопущення зростання ненадійних кредитів і погіршення умов банківської стабільності. Звичайно, наслідком ставало відносне скорочення кредитування, що, як видно на наведеній діаграмі, чітко проявилось в Угорщині і Румунії.

Вимоги банківської системи до центрального уряду, % ВВП

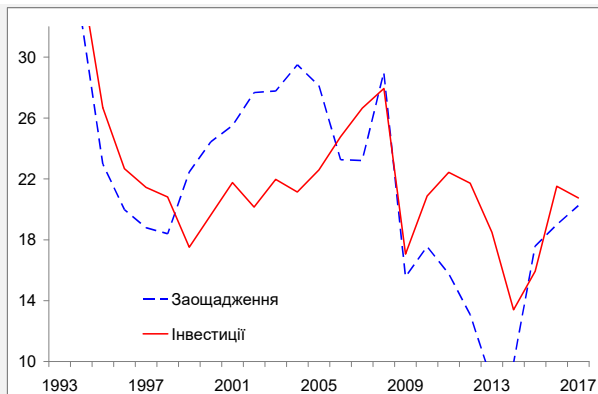


Кредити приватному сектору, % ВВП

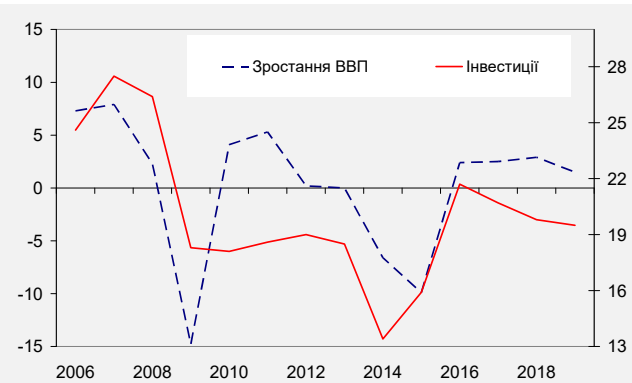


Стосовно ж України, ситуація значно складніша. Перш за все, звернемо увагу на вкрай низький рівень заощаджень у структурі ВВП України у пост-кризовий період (діаграма «Заощадження і валові інвестиції в основний капітал в Україні»). Відповідним чином, у відсутності стійкого припливу зовнішніх ресурсів, а також російської агресії обсяг інвестицій у структурі ВВП 2014-2015рр. впав до 14-16% (що навіть менше, ніж у кризові 1990-і роки). Цим фактично було закладено низький рівень зростання економіки принаймні у найближче 5-річчя (діаграма «Зростання реального ВВП і рівень інвестицій в Україні»).

Заощадження і валові інвестиції в основний капітал в Україні, % ВВП



Зростання реального ВВП (% до попереднього року) і рівень інвестицій в Україні (% ВВП)



Нагадаємо, нинішня структура ВВП України є відверто споживчою – рівень споживання фактично наближається до 90% ВВП, а з тим – стимулювання внутрішнього виробництва і економіки (як це часто відбувається у розвинутих країнах і успішних висхідних) через розширення споживання практично унеможливлено (споживчий попит в умовах низької купівельної спроможності вже й так витісняє інвестиційні витрати). Тому вкотре слід наголошувати на значимості посилення

стимулів до заощаджень (насамперед, у банківській системі), як чи не єдиного шляху інвестиційного розширення в країні⁶².

Більше того, значимість заощаджень є набагато ширшою, ніж лише (хоча й дуже важлива) інвестиційна підтримка. Слід вказати, що **низький рівень заощаджень** для країни, яка змушена перманентно боротись з кризовими процесами, привносить **значні соціальні ризики**. Виправлення ситуації з низьким добробутом у будь-якому випадку вимагає розширення державних (бюджетних) видатків на соціальні захист і підтримку, що, як вказано вище, неминуче призводить до збільшення дефіциту державних фінансів. Однак, **вилучаючи виробничі ресурси, розмивається й підґрунтя** для оздоровлення і розвитку бізнесу та посилення інвестиційної привабливості (а з нею і зростання) (діаграма «*Зростання реального ВВП і рівень інвестицій у ВВП в Україні*»), а також прискорюється утікання капіталів, що, зрештою, поглиблює соціально-економічні негаразди⁶³.

Певною альтернативою для внутрішніх інвестицій (особливо для слабких економік) можуть виступати прямі іноземні інвестиції (ПІІ). Інвестиційне розширення за рахунок зовнішніх джерел (ПІІ) в країнах ЦСЄ певним чином стабілізувалось у посткризовий період. Хоча в окремі роки відбуваються інвестиційні «спалахи» (приплив значних обсягів ПІІ), проте в інші цілком видимим є скорочення інвестиційних потоків. Якщо ж оцінити обсяги ПІІ на душу населення, то практично у всіх країнах спостерігається певне «насичення» іноземними інвестиціями, спроможністю національної економіки результативно реалізувати їх (інвестицій) потенціал (діаграма «*ВВП на душу населення і приплив ПІІ*»).

Вірогідно, для нинішньої економічної структури Чехії приплив ПІІ дозволяє забезпечувати і підтримувати вироблюваний ВВП на душу населення на рівні приблизно \$20 тис., Угорщині – \$ 15 тис., Польщі – \$13 тис., Румунії – \$10 тис. Втім, у Румунії спостерігається нове інвестиційне прискорення і відновлення позитивної динаміки зростання ВВП на душу населення в залежності від обсягів припливу ПІІ.

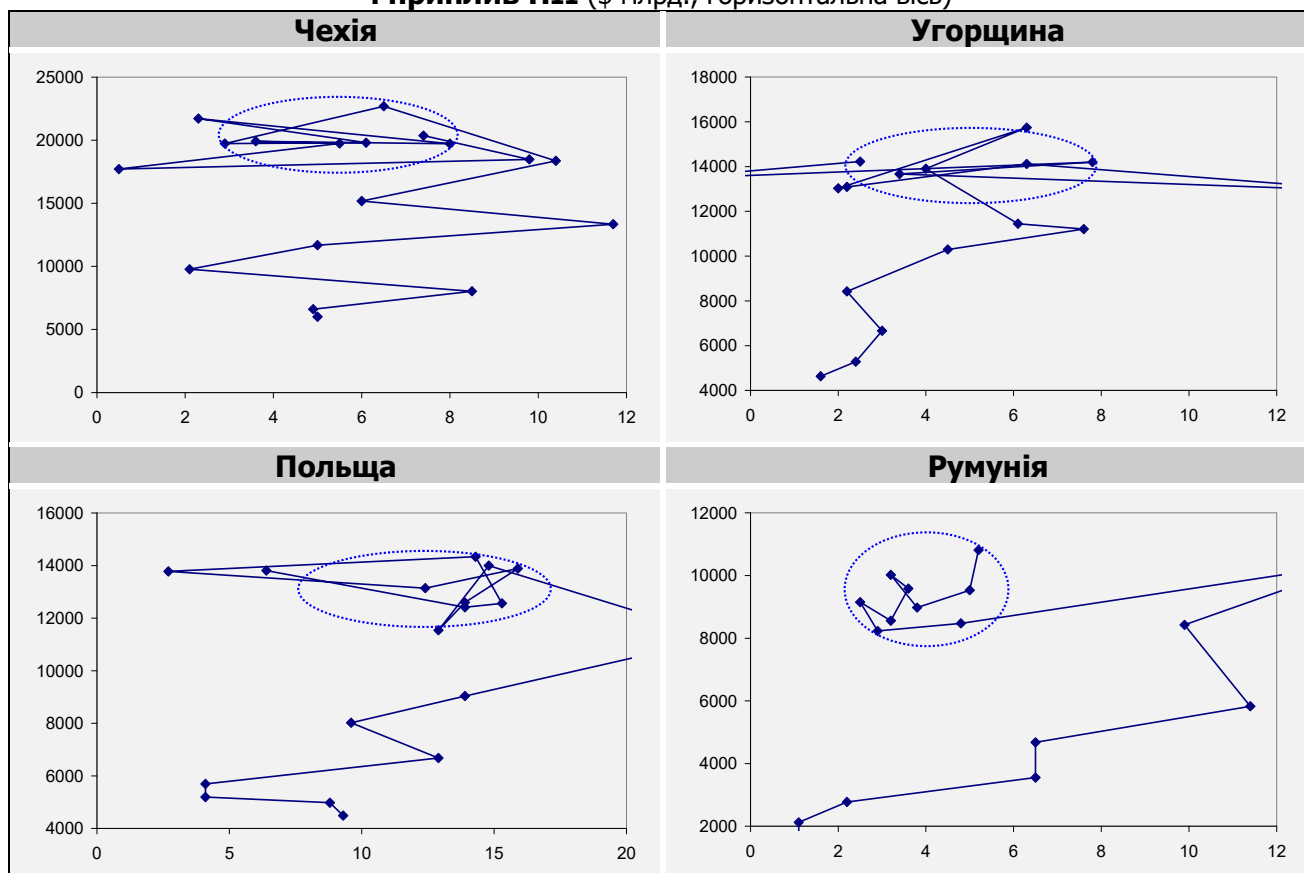
Знову ж таки, дещо «зворотня» ситуація у «ефективності ПІІ» спостерігається в Україні. У докризовий період динаміка зовнішніх інвестицій і доходу в країні у своїй структурі наслідували динаміку успішних висхідних країн ЦСЄ. Однак, якщо після певного зниження відповідних показників доходу та обсягу інвестицій у вказаних країнах надалі відбулась їх «взаємна» стабілізація, то в Україні – помітне зниження обох показників (діаграма «*ВВП на душу населення ... в Україні*»).

Це знову окреслює слабкість інвестиційних позицій України, у т.ч. внаслідок низького рівня внутрішніх інвестицій. Зміна ж такої ситуації можлива лише за умови суттєвого нарощування внутрішніх інвестицій (монетарна експансія «на користь» реального сектору), лише за якими можуть активізуватись і зовнішні.

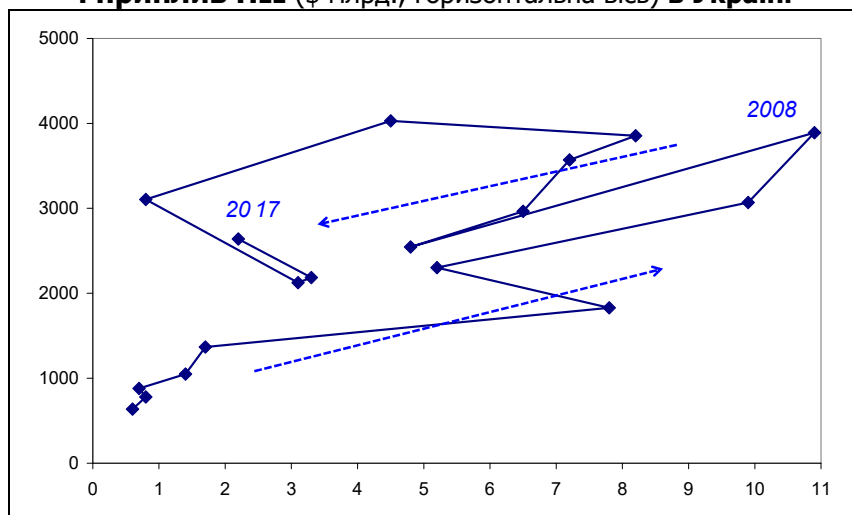
⁶² Див. також статтю Н.Шапран і В.Шапрана «Ризики та резерви монетарного стимулювання економічного зростання», розміщену в цьому виданні.

⁶³ Див., зокрема: Yakymenko Y., etc. Ukraine-2019: Cautiously Optimistic. – http://www.razumkov.org.ua/uploads/article/2019_Vybory_Poland.pdf.

**ВВП на душу населення (\$, вертикальна вісь)
і приплив ПІІ (\$ млрд., горизонтальна вісь)**



**ВВП на душу населення (\$, вертикальна вісь)
і приплив ПІІ (\$ млрд., горизонтальна вісь) в Україні**



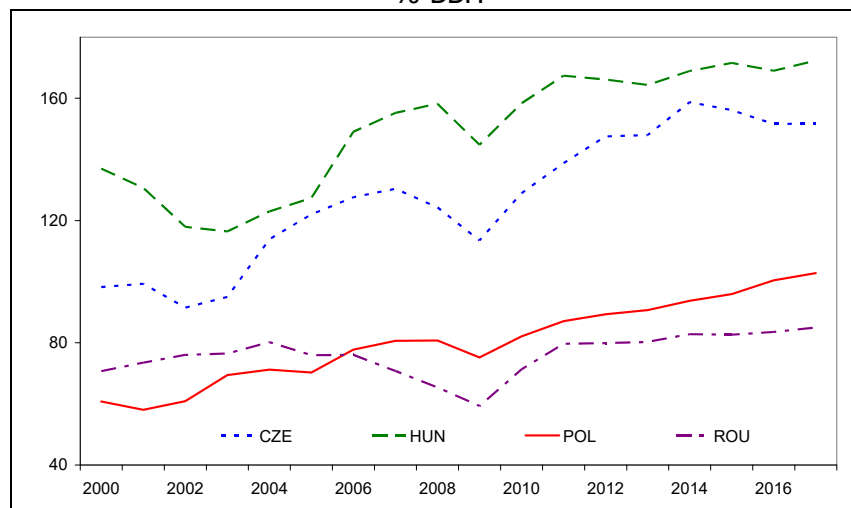
4. Зовнішньоекономічні свідчення монетарного сприяння

Як засвідчує модель *IS-LM-BP*, монетарне і фіскальне стимулювання посилюється через канали зовнішнього сектору, насамперед, міжнародної торгівлі. Звичайно, йдеться про доступ до ресурсів (вартість яких на світових ринках може бути нижчою, ніж виокремлених національних), управління курсовою динамікою (що дозволяє покращувати або

підтримувати) цінову конкурентність національних виробництв⁶⁴. Важливим також є те, що зовнішньоторговельне сальдо збалансовує розрив у заощадженнях та інвестиціях, чим зменшуються і фінансові дисбаланси. Всі вказані особливості належним чином використовувались в успішних висхідних країнах ЦСЄ.

Зовнішня торгівля. Чехія, Угорщина, Польща та Румунія належать до малих відкритих економік, зі значними обсягами зовнішньої торгівлі, які зростають з року у рік⁶⁵. При цьому, Чехія та Угорщина належать до групи найбільш відкритих країн Європи – їх зовнішньоторговельний оборот перевищує 160% ВВП і отримують вигоду від активного включення у світовий розподіл праці (діаграма «*Обсяги зовнішньої торгівлі*»). Польща і Румунія, з їх меншим рівнем перерозподілу ВВП через зовнішній сектор, менш залежні і менш чутливі до коливань зовнішнього попиту, тому й динаміка зовнішньоторговельного зростання є значно «пологішою», ніж в інших країн ЦСЄ.

Обсяги зовнішньої торгівлі (експорт + імпорт товарів і послуг),
% ВВП



Особливістю зовнішньої торгівлі виокремлених країн є те, що у докризовий період їх торговельне сальдо було суттєво дефіцитним. Лише Чехія утримувала незначний торговельний надлишок, що спричиняло зміцнюючий тиск на національну валюту (див. діаграму вище «*Обмінний курс*»). У посткризовий період у всіх країнах відбувається прискорення експорту, а з тим – виведення зовнішньоторговельного сальдо (і сальдо рахунку поточних операцій) у позитивні значення. Навіть Румунія, хоча й залишається у торговельному дефіциті, проте суттєво покращила показники сальдо і практично збалансувала обсяги зовнішньої торгівлі (діаграма «*Експорт та імпорт товарів і послуг*», таблиця «*Торгівля товарами*»⁶⁶).

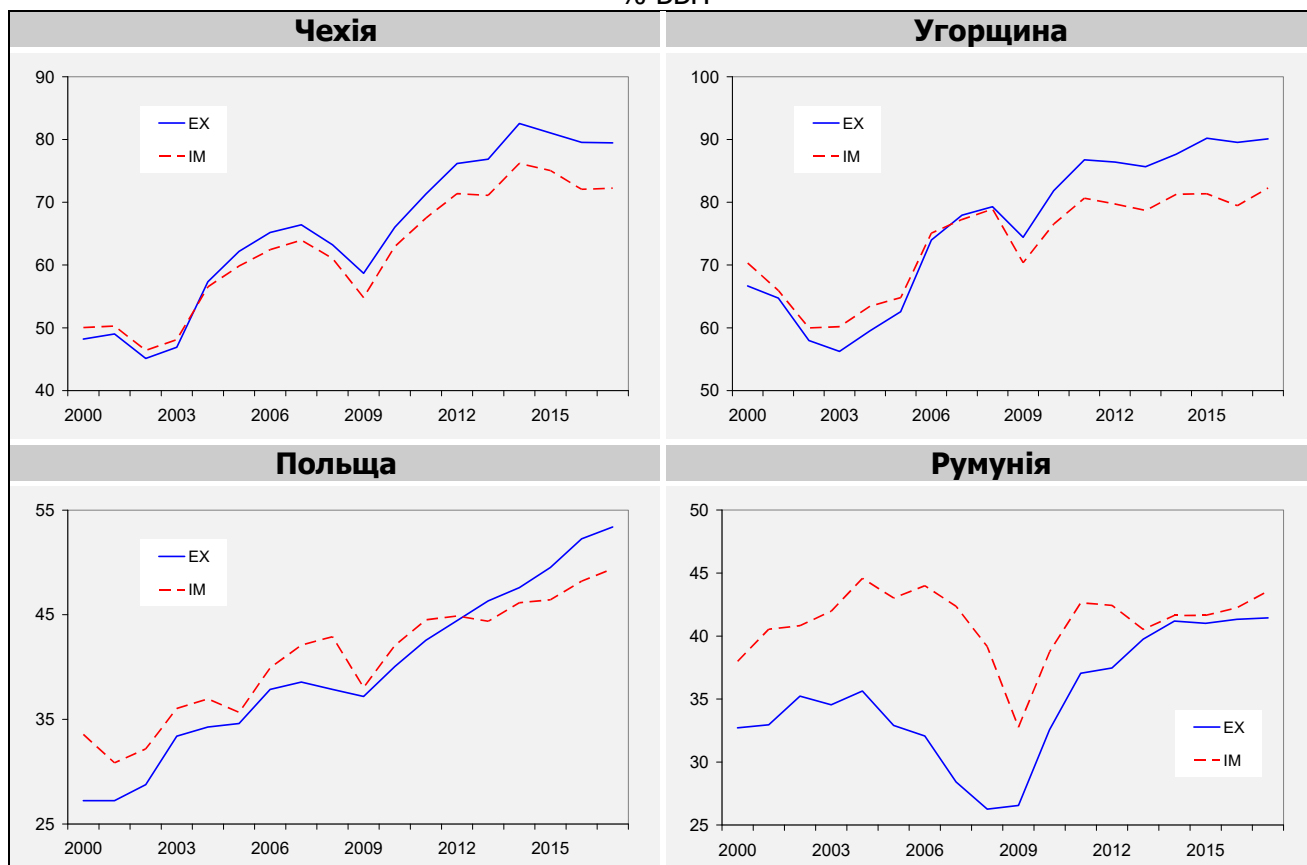
⁶⁴ Див., зокрема: Баронін А. Вплив девальвації на національний експорт: системні зміни в сучасному вимірі. // Сучасна валютна політика та особливості її реалізації в Україні. – К.: Заповіт, 2016, 120с.

⁶⁵ Докладніше див. статтю О.Береславської «Регулювання валютного курсу як передумова економічного зростання», розміщену в цьому виданні.

⁶⁶ J.P.Morgan EMEA EM Economic Outlook. January 2019.

Іншою спільною особливістю зовнішньої торгівлі виокремлених країн ЦСЄ є географічна спрямованість, насамперед, експорту. Головними імпортерами товарів є сусідні країни ЦСЄ або провідні європейські розвинуті країни – близько 40% (у Чехії – майже 50%) експорту припадає на трійку найкрупніших імпортерів товарів, вироблених у кожній з країн (таблиця «Найголовніші країни спрямованості експорту»⁶⁷).

Експорт та імпорт товарів і послуг*, % ВВП



* EX – експорт товарів, IM – імпорт товарів

Торгівля товарами, 2017р.

	Експорт		Імпорт		Сальдо	
	\$ млрд.	% ВВП	\$ млрд.	% ВВП	\$ млрд.	% ВВП
Чехія	180,2	85,9	162,1	77,3	18,1	8,6
Угорщина	113,6	86,0	107,3	81,3	6,2	4,7
Польща	230,9	45,3	230,5	45,2	0,4	0,1
Румунія	70,8	34,5	85,5	41,7	-14,7	-7,2

Найголовніші країни спрямованості експорту, % загального (2017р.)

Чехія	Німеччина – 32,8%	Словаччина – 7,8%	Польща – 6,1%
Угорщина	Німеччина – 27,7%	Румунія – 5,4%	Італія – 5,1%
Польща	Німеччина – 27,4%	Чехія – 6,4%	Велика Британія – 6,4%
Румунія	Німеччина – 23,0%	Італія – 11,2%	Франція – 6,7%

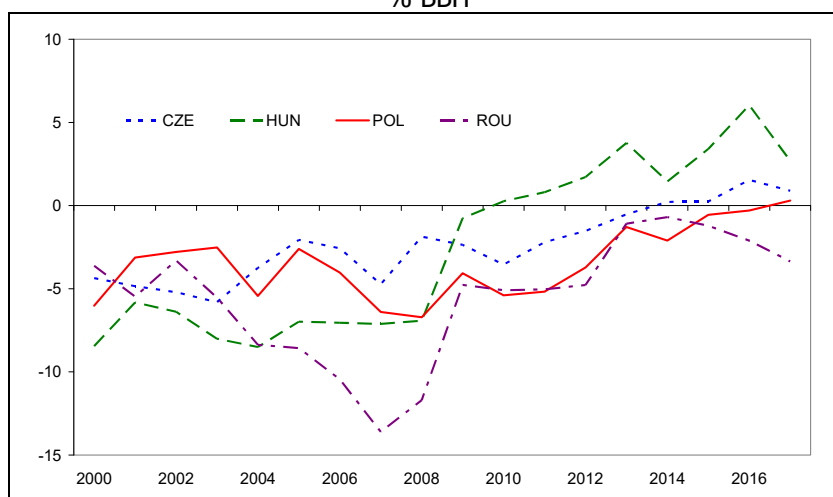
⁶⁷ J.P.Morgan EMEA EM Economic Outlook. January 2019.

Звичайно, це призводить до високої чутливості до економічних подій і змін у країнах ЄС загалом та сусідніх країнах зокрема. Так, Чехія та Угорщина, які є «надмірно» відкриті (обсяг експорту товарів перевищує 80% ВВП, таблиця «Експорт та імпорт товарів і послуг»), відчуватимуть посилення зовнішньоторговельних дисбалансів у випадку зниження попиту у Німеччині та Італії, насамперед у сфері виробництва автомобілів. Румунія – значною мірою залежить не лише від ділового циклу у Німеччині, але й в Італії та Франції. У таких умовах певне гальмування найбільших європейських економік або неузгодженість економічної політики у провідних європейських країнах може болісно вдарити і по вказаних успішних країнах ЦСЄ.

Рахунок поточних операцій і курсовий вплив. Однак, слід звернути увагу на те, що у кризовий 2009р., хоча успішні країни ЦСЄ і зменшили обсяги експорту (як результат скорочення глобального попиту у кризовий період) (діаграма «Експорт та імпорт товарів і послуг»), проте **сальдо рахунку поточних операцій** (саме у кризовий 2009р.) суттєво **покращилося** (діаграма «Сальдо рахунку поточних операцій»). Звичайно, це стало можливим завдяки значнішому скороченню імпорту, порівняно з експортом. Частково скорочення імпорту пов'язано як зі скороченням складових і комплектуючих для вироблення експорту, так і зниженням попиту на імпорт загалом в умовах гальмування економічної динаміки. Проте, незаперечним є також те, що певну роль тут відіграло **управління валютним курсом**, оскільки всі країни більшою чи меншою мірою провели **ослаблення власної грошової одиниці**.

Тому є підстави стверджувати, що конкурентні позиції виокремлених країн дозволятимуть їм і надалі зміцнювати показники зовнішньої торгівлі, у т.ч. використовуючи механізми курсової динаміки, а також державної підтримки експорту, насамперед через державну систему кредитування і страхування експортних операцій⁶⁸.

**Сальдо рахунку поточних операцій,
% ВВП**

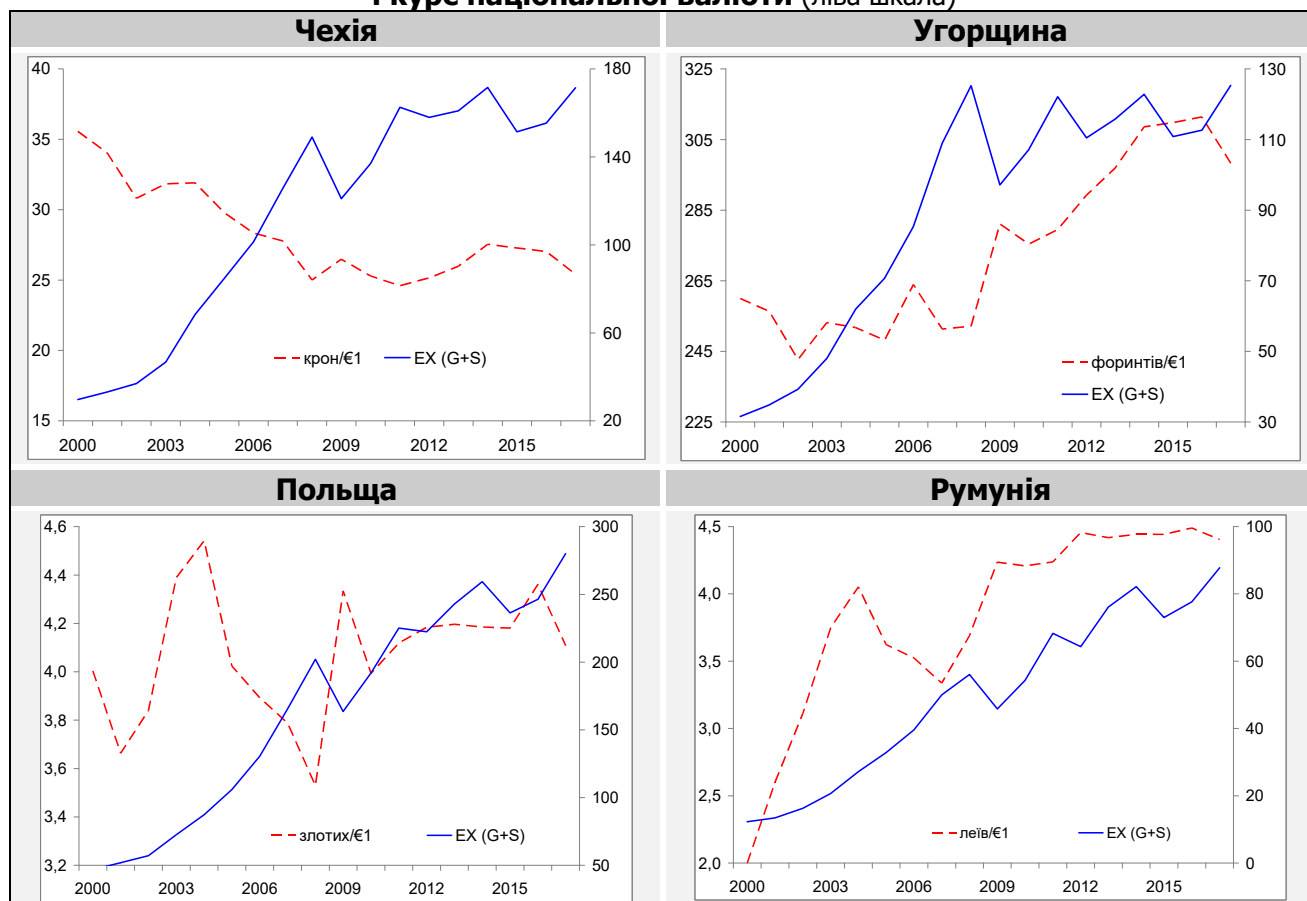


⁶⁸ Докладніше див. статті К.Ануфрієвої «Стимулювання зовнішньої торгівлі: заходи монетарної політики та регулятивні ініціативи» і Б.Соболева «Державна фінансова підтримка експорту в країнах Східної Європи: уроки для України», розміщені в цьому виданні.

Суттєве покращення показників зовнішньої торгівлі (зростання експорту вищими темпами порівняно зі зростанням імпорту) у посткризовий період стало вагомим чинником посилення рахунку поточних операцій платіжного балансу (РПО). Звернемо увагу, що у посткризовий період Чехія, Угорщина і Польща започаткували чітку тенденцію до позитивного сальдо РПО (діаграма «Сальдо рахунку поточних операцій»). Румунія ж, не втримавши подібну тенденцію, останніми роками увійшла у «протифазу» з партнерськими країнами, демонструючи з року в рік нарощування дефіциту РПО (дефіцит РПО у 2017р. перевищив 3,2% ВВП).

Покращення сальдо рахунку поточних операцій і відновлення позитивної економічної динаміки вже у перші посткризові роки значно зменшило зовнішньоекономічні ризики, на що позитивно зреагували міжнародні інвестори, як вказано, до успішних країн ЦСЄ відновився приплив ПІІ.

Експорт товарів і послуг (EX(G+S), \$ млрд.) і курс національної валюти (ліва шкала)



Слід зробити загальне зауваження. У контексті моделі *IS-LM-BP* складові впливу на експорт та імпорт в окремих (важливих) аспектах різняться. Так, серед чинників **безпосереднього і «швидкого» впливу на експорт** особливе місце займає **валютний курс** національної грошової одиниці. Саме через нього (зважаючи на відносні цінові параметри) зовнішні споживачі формують попит на національні товари і послуги⁶⁹.

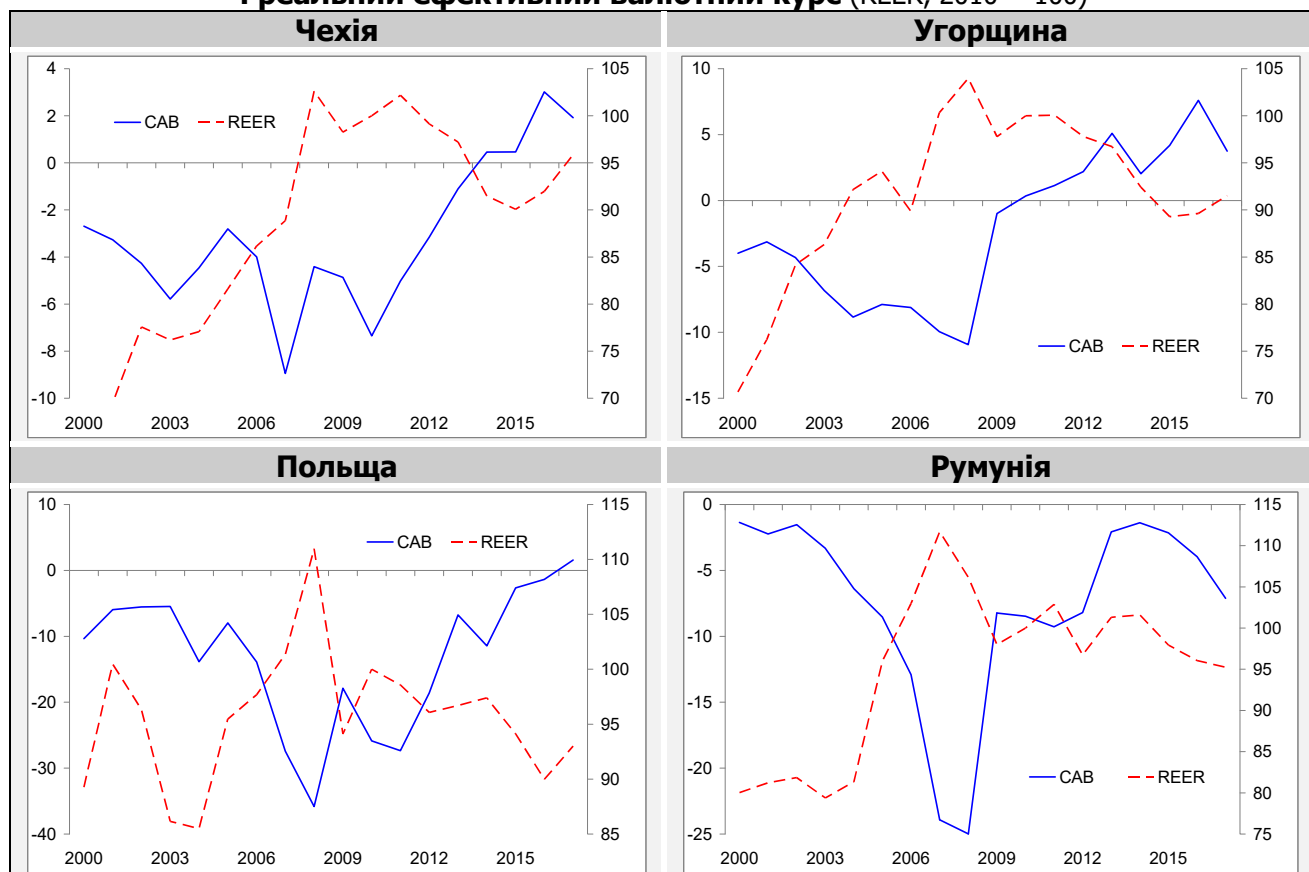
⁶⁹ При «надмірному» зовнішньому попиті і сприятливій ціновій кон'юктурі у національній економіці може сформуватись навіть дефіцит відповідних товарів і послуг, що прискорить зростання цін на внутрішніх ринках.

Серед чинників **прискорення імпорту** виокремлюється **рівень споживання** у національній економіці, а з тим – споживчі витрати, які можуть зростати прискореними темпами за нарощування доходу⁷⁰.

Для виокремлених успішних країн ЦСЄ у посткризовий період дійсно спостерігається певна взаємозалежність між курсовими змінами і обсягами експорту. Зокрема, девальваційне послаблення сприяло розширенню експорту, який, своєю чергою, сприяв зміцненню курсу, а надалі (експорт) підтримувався на новому (вищому за докризовий) рівні навіть за стабілізації національної валюти (діаграма «Експорт товарів і послуг і курс національної валюти»).

Поряд з цим, центральні банки успішних країн відслідковували реальні курсові зміни, і завдяки реальному ефективному курсу національної валюти вдавалось підтримувати зовнішнє збалансування (діаграма «Рахунок поточних операцій і реальний ефективний валютний курс»).

Рахунок поточних операцій (CAB, \$ млрд.) і реальний ефективний валютний курс (REER, 2010 = 100)

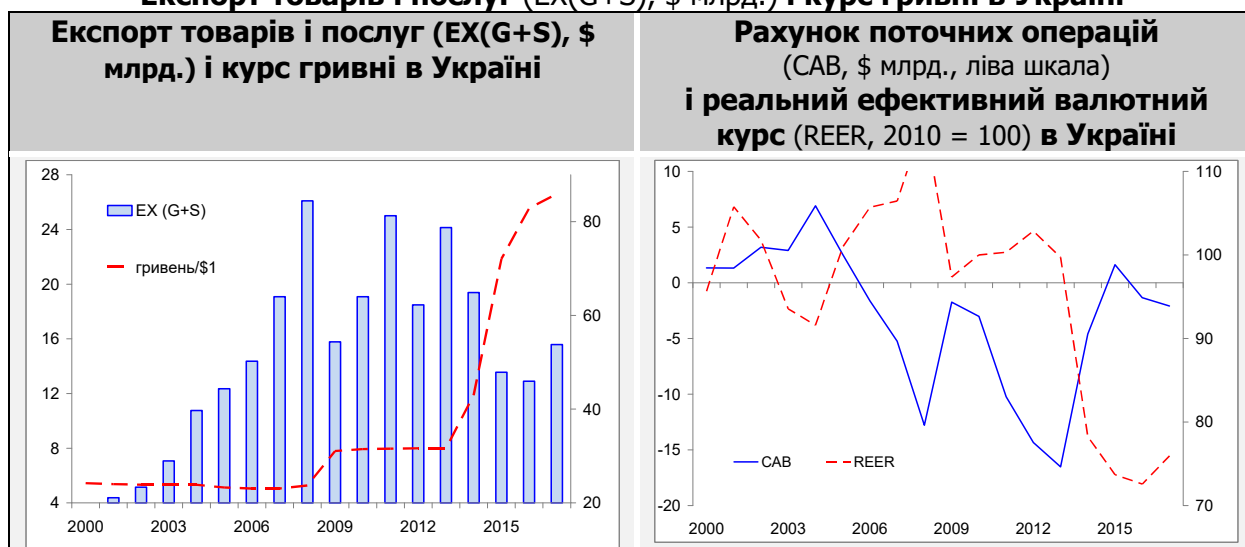


В Україні ж, зі спробами фіксації гривні, не зважаючи на накопичення в певні періоди зовнішньоторговельних дисбалансів, часто продовжувалась невиважена курсова динаміка (найчастіше намагання утримання курсу гривні через політичні міркування), а з тим – відбувалося накопичення

⁷⁰ Це особливо характерно для слабких економік зі значним, проте не задоволеним попитом на споживчі товари і послуги, у т.ч. для України, де, як вказувалось, споживання має лівову частку у ВВП, а заощадження та інвестиції залишаються замалими для того, щоб стати «драйверами» зростання.

ризиків і тисків, які «вивільнялися» черговими шокowymi кризами (діаграма «Експорт товарів і послуг і курс гривні в Україні»). Однак, зважаючи на «відверто» імпорто-орієнтовану модель зовнішньої торгівлі України⁷¹, кожного разу після таких шоків (стрімкої девальвації гривні) реальний ефективний курс покращувався, що підтримувало зовнішньоторговельне сальдо (діаграма «Рахунок поточних операцій і реальний ефективний валютний курс в Україні»), проте без належної стійкості і довгостроковості.

Експорт товарів і послуг (EX(G+S), \$ млрд.) і курс гривні в Україні



Важливим є те, що в **успішних висхідних країнах** через управління курсом покращується рахунок поточних операцій платіжного балансу, підтримується приплив ПІІ і загалом забезпечується позитивне сальдо платіжного балансу. Зважаючи на стійке продовження припливу капіталів, відбувається **суттєве поповнення резервів** (в усіх країнах – понад 5 місяців імпорту, лише в Угорщині – близько 3-х), частина яких може використовуватись для подальшого управління курсовою динамікою та розширення пропозиції грошей (через нарощування чистих зовнішніх активів *NFA*).

Ще раз звернемо увагу на взаємовпливи, що випливають з системи національних рахунків, а механізми проявляються через модель *IS-LM-BP*. **Дисбаланси між заощадженнями та інвестиціями** безпосередньо асоціюються, з одного боку, із **дефіцитом державних фінансів**, з іншого – із **зовнішньоторговельним дефіцитом**. Водночас, рахунок поточних операцій взаємопов'язаний **через курс національної валюти з монетарними агрегатами**, тобто пропозицією грошей⁷². При цьому, **динаміка монетарних складових має безпосередній вплив як на курсову, так і інфляційну та процентну динаміку**, що й визначає **поточне і перспективне макроекономічне середовище країни**, її потенціал до зростання і розвитку.

⁷¹ Кораблін С. Платіжний баланс України та ціни на сировину. // Виклики і ризики розгортання кризових процесів в Україні та напрями економічної політики їх запобігання. – К: Центр Разумкова, 2017, с.100-109.

⁷² Ferrero A., etc. Current Account Dynamics and Monetary Policy. – <http://www.econ.nyu.edu/user/gertlerm/FGSfinal.pdf>.

Заключні зауваження і рекомендації для України

Досвід успішних висхідних країн ЦСЄ, які за короткий історичний строк досягли визнаних успішних результатів у формуванні міцного соціально-економічного середовища, *з одного боку*, не повинен ідеалізуватись (крім історично притаманних позитивних особливостей, час їх трансформацій припав на надзвичайно сприятливий період історичного європейського процесу). *З іншого* – вимагає прискіпливої уваги у процесі формування раціональної, результативної та ефективної політики економічного зростання і розвитку України.

З чим успішні висхідні країни ЦСЄ входять у 2019р. і про які їх найближчі (короткострокові) перспективи доречно вести мову?⁷³

Хоча останні переглянуті (у січні 2019р.) аналітичні прогнози провідних міжнародних інститутів вказують на певне зниження темпів економічного зростання (у 2019р., порівняно з 2018р.), однак для успішних країн ЦСЄ перспективи залишаються позитивними, оскільки **базуються на міцних фундаментальних основах**.

Перш за все, слід підкреслити, що країни знаходяться у **гарній макроекономічній динаміці**, і, найвірогідніше, найближчими роками таку динаміку вдасться утримати. Це означає, що **зростання і добробут продовжуватимуть покращуватись**, що, своєю чергою, **посилюватиме спроможність влади** до значимих структурних трансформацій.

Звернемо увагу, що значний потенціал міцності економік Чехії та Угорщини пов'язується з **інвестиціями та чистим експортом** (які разом формують понад 30% ВВП), а також можливостями розширення споживання (для підтримки сукупного попиту) у випадку гальмування зовнішнього сектору (таблиця «*Структура ВВП за категоріями кінцевого використання*»⁷⁴). Вірогідно також, що і Польща поступово переходить до **інвестиційних стимулів**, особливо зважаючи на широку розбудову інфраструктурних проектів, які формуються в країні (зокрема, транспортні коридори Схід-Захід і Північ-Південь) і які потребуватимуть **значного монетарного розширення**.

Важливу роль для економічного зростання і розвитку відіграватиме **процентна політика**. Слід зазначити, що стосовно найближчої **динаміки процентних ставок**, то наприкінці 2018р. базові процентні ставки знаходились на рівні 1-2% (дещо вищі у Румунії), а упродовж

⁷³ Див., зокрема: World Economic Outlook Update, January 2019. – <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2019/01/11/weo-update-january-2019>.

EMEA EM Emerging Markets Research, February 2019. – https://markets.jpmorgan.com/research/email/bs47gbqf/HKB7WLJNPn3fTA_BjWRVzg/GPS-2915187-0.

World Bank Global Economic Prospects. – <http://www.worldbank.org/en/publication/global-economic-prospects>.

Neuteboom N. Emerging Europe Watch – CEE-3 Shielded from EM turmoil. – <https://insights.abnamro.nl/en/2018/10/emerging-europe-watch-cee-3-shielded-from-em-turmoil/>.

⁷⁴ OECD National Accounts. – <https://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=218>.

2019р. відбуватиметься лише незначне їх (ставок) підвищення. Так, базові ставки центральних банків виокремлених країн ЦСЄ, вірогідно, будуть переважно наслідувати динаміку ставок ЄЦБ, зміни якої відбудуться у III-IV кв. 2019р. (таблиця «Очікувані базові процентні ставки»⁷⁵). Поряд з цим, активність на національних ринках спонукатиме окремі центральні банки активніше запроваджувати і підвищення ставок. Так, у Чехії очікується їх помітне зростання вже у I п/р 2019р., а Румунія упродовж найближчих 1,5-2 років підвищуватиме ставки для послаблення зовнішньоекономічних дисбалансів.

Структура ВВП за категоріями кінцевого використання,
% загального, 2017р.

	Чехія	Угорщина	Польща	Румунія
<i>ВВП, млрд. (у національній валюті)</i>	5 047	38 355	1 989	857
Споживання	66,6	69,7	76,3	78,8
Валові інвестиції	25,9	22,5	19,7	23,3
Чистий експорт	7,5	7,6	4,0	-2,1

Очікувані базові процентні ставки, %

	IV'2018	I'2019	II'2019	III'2019	IV'2019	I'2020
Чехія	1,75	2,00	2,25	2,25	2,25	2,25
Угорщина	0,90	0,90	0,90	0,90	1,10	1,50
Польща	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75
Румунія	2,50	2,50	2,50	2,75	3,00	3,25

Втім, такі наміри будуть чітко коригуватись відповідно до динаміки і результативності стабілізаційних процесів або процесів економічного прискорення. Про що сигналізуватимуть **довгострокові суверенні рейтинги** найвідоміших фінансових центрів. На сьогодні позиції успішних країн ЦСЄ виглядають **достатньо міцно** (таблиця «Довгострокові суверенні боргові рейтинги»).

Довгострокові суверенні боргові рейтинги,
станом на початок 2019р.

	Moody's	S & P	Fitch
Чехія	A1 (поз.)*	AA-	AA-
Угорщина	Baa3	BBB- (поз.)	BBB- (поз.)
Польща	A2	A-	A-
Румунія	Baa3	BBB-	BBB-
Україна	Caa1	B-	B-

* поз. – позитивні очікування

Далі, вкажемо на «надмірно» **низький рівень інфляції** (дезінфляцію або навіть дефляцію), які спостерігаються в країнах останніми роками, і, найвірогідніше, досягнення інфляційних маяків не складатиме проблему для монетарної і фінансової влади. Відтак, країнам навіть необхідно буде докласти «певних зусиль» для повернення інфляційної динаміки до цільового рівня (2-3%). Ще раз наголосимо, що «бажаний» рівень

⁷⁵ J.P.Morgan Europe Emerging Markets Research, January 11, 2019.

інфляції в успішних країнах ЦСЄ не виглядає домінантою у макроекономічному збалансуванні.

Монетарна експансія (зростання як номінальних, так і реальних грошей) **продовжуватиметься**, у т.ч. з врахуванням низьких процентних ставок, які певною мірою наслідуватимуть (проте дещо вищого рівня) динаміку ЄЦБ. Завданням монетарної влади залишатиметься недопущення зростання «поганих» або «токсичних» кредитів та активів, з чим бізнес отримуватиме чіткі монетарні сигнали про ситуацію на внутрішніх і міжнародних ринках.

Центральні банки продовжуватимуть **утримувати чинний гнучкий режим валютного курсу**, хоча й без акцентації на застосуванні інтервенційних і стерилізаційних інструментів для монетарного збалансування. Успішні країни фактично вже кілька років **дотримуються Маастрихтських критеріїв** входження до євро-зони. Більше того, валютні, процентні і цінові параметри й надалі набуватимуть стійкості, у т.ч. внаслідок зростання частки зовнішніх активів у структурі формування пропозиції грошей, насамперед, за рахунок торговельного надлишку і припливу ПІІ. Однак, це зовсім не означає, що країни будуть прискорювати запровадження єдиної європейської валюти євро.

Радше слід очікувати продовження і посилення **раціонального і злагодженого використання валютної політики** як для досягнення інфляційних цілей, так і недопущення надмірного зміцнення/послаблення національної валюти, що могло б або зашкодити конкурентним позиціям національних виробників, або спровокувати імпорт інфляції.

Фіскальні і боргові позиції (сальдо державних фінансів і державний борг) продовжуватимуть тенденцію до покращення, а з тим – посилюватимуть макроекономічне збалансування, на основі чого і за потреби влада зможе запроваджувати, крім монетарних, також і **фіскальні стимулюючі інструменти** (у т.ч. в частині податкового послаблення) без значного посилення інфляційних чи девальваційних ризиків.

Позитивна зовнішньоторговельна динаміка, нарощування експорту і покращення торговельного сальдо слугуватимуть додатковими **чинниками економічного прискорення**, вдосконалення структури формування пропозиції грошей, припливу капіталів, нарощування резервів. Хоча країни мають високу частку експорту у структурі ВВП і розширюють власну участь у формуванні і дії ланцюгів створення доданої вартості, проте головними торговельними партнерами залишаються сусідні європейські країни. Відтак **відлуння торговельних воєн**, насамперед між США і Китаєм, матиме лише опосередкований тиск на макроекономічне середовище успішних висхідних країн.

Поряд з цим, висока зорієнтованість на ринки ЄС у випадку загострення торговельних воєн вже не зможе бути «нейтралізатором» зовнішніх шоків, як це було у 2000-х роках (оскільки сама Західна Європа вже не має надійного імунітету від торговельних негараздів). Радше навпаки – збалансованість успішних висхідних країн зможе стати, хоча й невеликою, проте все ж «парасолькою» від зовнішніх зовнішньоекономічних збурень.

Рекомендації для України. У найближчі два роки перед Україною постають високі політичні та економічні ризики, які країна має нейтралізувати для власного збереження і забезпечення соціально-економічного зростання⁷⁶. Хоча нинішня ситуація в Україні значною мірою унікальна, проте **уважне ставлення до досвіду близьких і успішних країн** (не абсолютизуючи їх) може стати гарною **основою зваженої і збалансованої економічної політики**.

Які ж результати можуть бути використані в Україні для досягнення вищої якості монетарної політики (яка, як представлено, пронизує всі соціально-економічні сфери), спрямованої на економічне прискорення і розвиток?

Насамперед, нагадаємо, що головним завданням монетарної політики є **управління пропозицією грошей** для забезпечення **цінової стійкості (внутрішніх цін), економічного зростання і підтримки повної зайнятості**⁷⁷. Хоча друге і третє (зростання і зайнятість) положення часто ставляться у залежність від досягнення першого (цінової стабільності), проте вони, як правило, не приносяться «в жертву» інфляційному таргетуванню, а також розглядаються як такі, що, хоча й не оголошуються⁷⁸, притаманні головним цілям і завданням монетарної влади. Тому, коли йдеться про результативність економічної політики країни, то, зазвичай, розглядається системна оцінка якомога ширшого кола індикаторів і показників, що й визначає якість державного управління в цілому (а не окремих «політик»).

Сучасним монетарним системам (переважної більшості країн світу) притаманним є виокремлення головних цільових (монетарних, у т.ч. внутрішніх цінових і валютних) показників, досягнення яких («таргетування») має, водночас, забезпечувати зростання і розвиток країни. Історично, серед найбільш поширених політик таргетування були монетарне (цільовими показниками виступали монетарні агрегати) і валютне (курсова стійкість національної валюти), завдяки яким вдавалося (або мало б вдаватись) зрозуміло, прозоро і швидко (фактично у реальному часі або, принаймні, з невеликою затримкою) доводити до економічних агентів фактичний і перспективний розвиток макроекономічної ситуації. Причому, внаслідок прозорості формування монетарних агрегатів і валютного курсу, **суттєво знижуються ризики маніпулювання досягненням стабілізаційних цілей** чи наданням хибних результатів політики економічним агентам. Водночас і зворотнє – завдяки наявності **взаємозв'язків між головними макроекономічними індикаторами і складовими**, зрозумілості їх взаємовпливів ефективним ставав і контроль запроваджуваної економічної політики.

За міжнародними дослідженнями, хоча монетарні заходи, механізми та інструменти широко використовуються як складові монетарної

⁷⁶ Див. докладніше: Yakymenko Y. Ukraine-2019: Cautiously Optimistic. – Razumkov Centre, 2019, 46p.

⁷⁷ Kuepper J. Fiscal vs. Monetary Policy: What's the Difference? How Fiscal and Monetary Policy Influences an Economy. – <https://www.thebalance.com/fiscal-vs-monetary-policy-whats-the-difference-4042632>.

⁷⁸ ... втім, серед головних функцій центрального банку США, на рівні з приборканням інфляції, також виокремлюється підтримка зайнятості.

стимулюючої політики, проте їхній безпосередній вплив на економічне відновлення чи зростання має у середньо- і довгостроковому аспектах досить обмежений характер. Тому багато рекомендацій зводиться до того, що **короткострокові вигоди від монетарного стимулювання** мають продовжуватись і **доповнюватись структурними зсувами** вже для забезпечення стійкого і збалансованого розвитку.

Не менш важливими є **перестороги стосовно монетарного стримування/обмеження**. Скорочення пропозиції грошей і утримання такого процесу навіть у середньостроковій перспективі неодмінно приводять до підвищення процентних ставок, що, через ефект витіснення, обмежуючи впливає на інвестиційне залучення, а відтак є негативним чинником економічного прискорення. Монетарне звуження може мати лише короткостроковий характер у кризовий чи передкризовий період, далі ж необхідним є повернення до монетарної експансії, оскільки невідворотнім є згубний характер довгострокових монетарних обмежень і демонетизації.

Саме таким шляхом йшли країни ЦСЄ – монетарна експансія була домінуючою навіть у роки економічного сповільнення, а суттєве монетарне звуження спостерігалось у передкризовий (внаслідок посилення боргових суперечностей) для ЄС період, надалі ж країни повертались до розширеної пропозиції реальних грошей, що дозволяло також повернутись на висхідний тренд розвитку. Звернемо окрему увагу на те, що розвиток фактичного макроекономічного середовища в успішних країнах ЦСЄ чітко відповідає представленню у моделі *IS-LM-BP*. **Монетарна експансія призводить до економічного зростання і зниження процентних ставок**, що формує сприятливе середовище для подальшого розвитку.

При цьому, звичайно, йдеться, *по-перше*, про кваліфіковане і результативне застосування інструментів фіскальної і монетарної політики, завдяки чому забезпечується прискорене покращення добробуту, що, своєю чергою, додавало країнам нових позитивних стимулів. *По-друге* – лише узгоджена комбінація стимулюючих заходів фіскальної, монетарної і зовнішньоекономічної політик може призвести до стійкого зростання, а застосування обмежуючих заходів, а тим більше у довгостроковому аспекті, вказує на рецесійну спрямованість економічної динаміки країни.

По-третє – впроваджувана політика має ґрунтуватись не на «абсолютизації» того чи іншого таргетування, а саме на сприянні економічному зростанню і розвитку⁷⁹. Сьогодні, коли центральні банки багатьох країн зорієнтовані на т.зв. інфляційне таргетування (забезпечення внутрішньої цінової стабільності, під чим найчастіше розуміється низька зміна індексу споживчих цін), важливим є врахування того, що при досягненні певного відносно низького рівня інфляції, подальше її зниження вимагає додаткових («надлишкових») економічних втрат, зокрема зниження темпів економічного зростання і/або підвищення

⁷⁹ Див. також статтю Т.Унковської «Нова ера монетарної політики: глобальні виклики та зміна парадигми», розміщену в цьому виданні.

безробіття. Тому **антиінфляційна політика жодним чином не має ігнорувати потреби забезпечення зайнятості і добробуту.**

Визнані результати економічного розвитку успішних країн ЦСЄ, за багатьма оцінками, значною мірою були досягнуті завдяки збереженню власної національної грошової одиниці і стабілізації валютного курсу, до динаміки якої економічні агенти надзвичайно чутливі, особливо у період стабілізаційних процесів.

Зроблені висновки мають чіткий **вияв у фактичних процесах в Україні.** Так, динаміка темпів економічного зростання (реального ВВП) чітко асоціюється з динамікою пропозиції грошей – періоди зростання практично співпадали з періодами помітної монетарної експансії, найвищі темпи економічного зростання (середньорічна динаміка – близько 7%) спостерігались у докризовий період при 35-50% нарощування монетарних агрегатів, а зниження темпів нарощування пропозиції грошей нижче 5-7% фактично співпадало з падінням реального ВВП. Тобто, у контексті забезпечення і підтримання позитивної динаміки реального ВВП і низької інфляції, найближчими роками **поновлення монетарної експансії виглядає як необхідна умова економічного відновлення України.** Наголосимо, достатньо **значимим є вплив монетарного розширення на зростання реального ВВП і вкрай слабкий вплив на інфляційні зміни.**

За таких умов, вірогідно, доцільним може виглядати і **зміна об'єкту таргетування в Україні.** Це, крім іншого, зумовлюється тим, **що інфляція в країні є зовсім непрозорим індикатором, радше політичним чи політизованим інструментом влади,** не викликає довіри (у достовірності) у економічних агентів, а тому й навряд чи може слугувати цільовим індикатором економічної політики. **Слідування політизованому нереалістичному показнику у постановці головних економічних орієнтирів означає хибність політики і сумнівність результатів.**

У цьому контексті **монетарне таргетування** (яке по суті також спрямоване на досягнення низької інфляції) може виглядати значно прозорішим індикатором і **зручнішим у практичній реалізації.**

Потребує уточнення і процентна політика. Так, сьогодні для України домінують рекомендації (що надаються міжнародними фінансовими інститутами) **підвищення процентних ставок, ніби то для стримування інфляційних процесів** і недопущення утікання капіталів з країни. Однак, часто подібні рекомендації надаються без належного врахування особливостей макроекономічних зв'язків (конкретної країни). І у практичному контексті (у т.ч. випадку України) **ситуація виявляється зворотною – інфляцію скорочувати не вдається,** зате відкривається простір для здорожчання реальних ресурсів і припливу короткострокового спекулятивного капіталу до національних ринків з високою доходністю (а з тим – подальшими втратами при виведенні таких капіталів). Останніми роками цей сценарій значною мірою є характерним для України.

Хоча НБУ часто наголошує на тому, що НЕ несе відповідальності за курсову динаміку гривні, проте для України спостерігається вагомий і значимий взаємозв'язок між рівнем інфляції та змінами значень курсу, що

зумовлено, насамперед, **високою чутливістю українців до коливань валютного курсу** (та його впливу на інфляційні очікування). А інфляція виступає не як незалежний індикатор економічної політики, а радше як «наслідувач» валютних змін. Тому намагання приборкати інфляцію при ігноруванні курсової динаміки приречені на провал.

Україна потребує чіткої, прозорої і передбачуваної політики у формуванні сприятливої цінової динаміки (товарів, матеріальних ресурсів, фінансів і капіталів), хоча окремі цілі можуть мати суперечливий характер. Це вимагає **створення окремого державницького документу**, в якому зможуть бути представлені напрями дій та інструменти **узгодження фіскальних та монетарних заходів**, спрямованих на зміцнення макроекономічного збалансування і впровадження політики стимулювання зростання і розвитку.

Для цього, *по-перше*, **разом з проектом Держбюджету** на наступний фінансовий рік (в рамках середньострокового бюджетування) мають **одночасно і узгоджено подаватись головні засади НБУ**, а не відокремлено, як зараз.

По-друге, не зазіхаючи на незалежність НБУ, також має розроблятися і представлятися до Верховної Ради документ, в якому якраз у буде **представлено узгодження інструментів і напрямів дій фіскальної і монетарної політики** як за «нормального» розвитку подій, так і у випадку розгортання кризових процесів.

По-третє, зважаючи на високу чутливість української економіки до зовнішніх дисбалансів і шоків, також має представлятися **оцінка НБУ рівня впливу курсової зміни на інфляційну динаміку** (у т.ч. умови проведення інтервенцій у випадку посилення ризиків значної девальвації та інфляції, а також визначатись напрями збалансування чи протидії кризовим процесам).

По-четверте, важливим має стати визначення в національному законодавстві **відповідальності керівництва НБУ за діяльність чи бездіяльність** по приборканню негативних макроекономічних, монетарних і фінансових процесів.

Стимулювання зовнішньої торгівлі: заходи монетарної політики та регулятивні ініціативи

Катерина АНУФРІЄВА,
старший науковий співробітник
ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України»

Механізм монетарної політики відіграє регулятивну роль стосовно операцій, пов'язаних із зовнішньоекономічною діяльністю. Однією зі стратегічних цілей загальної економічної політики держави, а відтак – і монетарної політики, є збалансування платіжного балансу, яка включає в себе баланс експорту та імпорту товарів та послуг. Узгодження цілі монетарної політики щодо цінової стабільності та впровадження інфляційного таргетування з означенням стратегічного номінального орієнтиру індексу інфляції передбачає врахування історичного позитивного або негативного балансу зовнішньої торгівлі, факт довготермінового перевищення імпорту над експортом (у цьому разі імпортована інфляція є фактором, який має значну вагу), а також орієнтири щодо стимулювання експорту.

Режим інфляційного таргетування впроваджено в розвинутих європейських країнах, зокрема використовується і Європейським центральним банком, але питання його ефективного функціонування в Україні і подібних малих відкритих економіках, що мають національну валюту, відмінну від євро та перевищення імпорту, потребує подальшого дослідження. Втім, використання інфляційного таргетування як номінального орієнтиру керування інфляційними очікуваннями є виправданим.

Засоби монетарної політики повинні бути спрямовані на забезпечення безперебійних, але безпечних з огляду на цілі та економічний сенс угод, фінансових потоків, пов'язаних із зовнішньоекономічною діяльністю: на стимулювання експорту країн, що розвиваються, з відкритою економікою, як фактору економічного відродження та фінансової стабільності (враховуючи вплив валютних надходжень на динаміку обмінного курсу та стан валютного ринку), а також інвестиційного імпорту з метою розширення джерел постачання якісних товарів та послуг для проміжних виробників.

Науковці А. Вдовиченко та А. Зубрицький стверджують⁸⁰, що стимулювання експорту зокрема залежить від взаємної направленості монетарної та фіскальної політики, і що дії, спрямовані на фіскальну консолідацію, тобто зменшення первинного дефіциту бюджету, мають вплив на експорт з лагом в 1-2 роки через вплив на корекцію номінального валютного курсу з одного боку, а з іншого – через позитивні очікування економічних агентів. Визначено, що в реаліях України лаг стимулюючого ефекту реального ефективного обмінного курсу має місце з причини існуючих структурних дисбалансів української економіки; інструменти фіскальної консолідації та впливу на обмінний

⁸⁰ Vdovychenko A., Zubrytskyi A. Effects of fiscal consolidation on exports in Ukraine. – https://mpr.ub.uni-muenchen.de/70722/1/MPPA_paper_70722.pdf.

курс виявились ефективними лише для короткотермінової (тимчасової) підтримки позитивної динаміки поточного рахунку і не можуть спонукати якісні зміни структури та диверсифікації експорту та імпорту. Це, за визначенням науковців, є аргументом на користь режиму гнучкого курсоутворення та направленості на підтримку цінової стабільності. Ключовим питанням стимулювання експорту є збільшення частки експортних товарів з високою доданою вартістю. Цьому сприяє зокрема імпорт високих технологій та якісних товарів проміжного виробництва, обмін інформацією щодо виробничих процесів, активізація інструментів торговельного фінансування та страхування ризиків зовнішньоторговельних операцій.

У провідних країнах світу використовуються різні підходи до монетарного стимулювання зовнішньої торгівлі, зокрема створюються спеціалізовані інституції фінансування експорту. Так, у США діють спеціалізовані організації, за допомогою яких підтримуються експорт продукції окремих галузей (наприклад, авіабудування, енергетики, сільського господарства), експорт за певними географічними напрямками, а також оцінюються ризики. В Японії також діє спеціалізована фінансова установа, яка одночасно виконує функції Експортно-кредитного агентства (ЕКА), – Японський банк міжнародного співробітництва. У традиційно залежній від експорту німецькій економіці діють федеральні і приватні установи. Інституції Німеччини на різних рівнях надають схожі послуги та фокусуються на окремих галузях, типах підприємств або землях. У Великобританії діє централізована система сприяння експорту, яка координує діяльність інших державних агентств зі сприяння експорту на національному та регіональному рівнях.⁸¹

У світовій практиці ЕКА відіграють провідну роль у політиках країн щодо сприяння експорту, зважаючи на ризикованість торгівлі, та здійснюють страхування міжнародних трансакцій, надання кредитів і грантів, а також інформаційно-аналітичних послуг. Страхування експортних операцій набуває більшого значення для забезпечення конкурентоспроможності продукції на зовнішніх ринках.

Доцільність існування ЕКА виправдовується потребою в гарантійному забезпеченні експорту; недостатністю ліквідності банків у стійкій валюті для фінансування торгівлі; незадоволеним попитом на страхування експорту як на фінансовий продукт; необхідністю зміцнення довіри до українських контрагентів при наданні їм перед- і постекспортного фінансування, гарантій та випуску інших документарних інструментів при фінансуванні експорту. ЕКА виконує місію з підтримання сприятливих умов торгівлі та запобігання впливу «екстерналій» нефінансового характеру (світових шоків, складних умов торгівлі, недовіри інвесторів до економічних суб'єктів, економічної рецесії у країні, погіршення стану національної безпеки).

У країнах Центральної та Південно-Східної Європи такі установи почали створюватись ще у 1990-х з метою розширення експортних поставок та підтвердження надійності експортерів малих економік та економік,

⁸¹ Політика сприяння експорту. Серія статей «Розуміємо ключові питання торговельної політики». – http://www.ier.com.ua/files//publications/Books/2.Export_promotion_policy.pdf.

що розвиваються. Такі агенції виконують подібні функції та відіграють роль стабілізаційного елемента національного експорту, також в періоди світового скорочення кредитування. В Україні ж, хоча пріоритети економічного розвитку завжди пов'язували з нарощуванням експортного потенціалу, на законодавчому рівні забезпечено вирішення питання про створення експортно-кредитного агентства лише у грудні 2016р. До цього про страхування кредитів йшлося лише в контексті співпраці з іноземними ЕКА та банками розвитку у разі потреби, тобто про широкомасштабну експансію експорту не йшлося.

Розвиток виробництва у висхідних економіках пов'язаний з припливом іноземних ресурсів, зокрема через потребу в значних фінансових ресурсах, а також необхідність фінансування високотехнологічного інвестиційного імпорту, інвестиційних проектів та проектів з енергоефективності. Ряд країн Центральної та Східної Європи використовують заходи валютного регулювання і валютного контролю з метою забезпечення своєї фінансової безпеки в умовах відкритої економіки та значних залишків іноземних вимог (таблиця «Зовнішньоекономічна позиція та курсові режими...»⁸²).

Фінансування економіки та зовнішньоторговельних операцій у країнах з малою відкритою економікою за рахунок іноземних ресурсів відіграє велику роль. Фінансові ресурси також надходять у якості кредитів від банків в іноземній власності: активи банків в іноземній власності перевищили 50% ВВП країн Центральної та Південно-Східної Європи, а в деяких країнах до 90%, такі банки мали найбільші частки на ринку; іноземне фондування сягало 60% ВВП в деяких країнах (переважно у формі фондування дочірніх банків іноземних установ).

Присутність іноземних банків, обумовлена зростаючим попитом на банківські послуги в країнах, що розвиваються, з відкритою економікою, забезпечувала ряд переваг, зокрема для малих відкритих економік, серед яких надходження ресурсів у стійкій валюті, впровадження цільових програм та інструментів фінансування зовнішньої торгівлі, великих проектів та поглиблення економічної інтеграції країн з малою відкритою економікою, введення сучасних банківських практик, доступ до широкої кореспондентської мережі та безперебійні іноземні розрахунки, довіра світової спільноти.

Однією з найбільших переваг іноземного фінансування є стимулювання розвитку експорту. Так, банки звітують про досить великі залишки за вимогами іноземних банків в країнах з кумулятивним позитивним торговим сальдо за попередній рік. Напрямую такі вимоги можуть бути не пов'язаними з фінансуванням торговельних операцій, але в теорії такі залишки свідчать про зростання зовнішньоторговельного обороту. Проте цільове спрямування фінансових потоків та забезпечення широкомасштабної експортної експансії можливе в умовах функціонування, достатнього ресурсного забезпечення та рейтингування

⁸² Довідник країн світу ЦРУ США. – www.cia.gov. Exchange Rate Regimes in Emerging Europe. – <https://www.imf.org/external/region/BAL/rr/2017/033017.pdf>; Official Export Credits Agencies. – <https://www.oecd.org/tad/xcred/eca.htm>; сайти центральних банків та відповідних експортно-кредитних агентств зазначених країн.

(рівня довіри) спеціалізованих фінансових установ страхування експорту, що забезпечить також географічну диверсифікацію за країнами-торговими партнерами, на ринках збуту яких продукція або країна-виробник є невідомими (діаграма «Експорт, імпорт та зовнішні вимоги...»⁸³).

**Зовнішньоекономічна позиція та курсові режими країн
Центральної та Південно-Східної Європи**

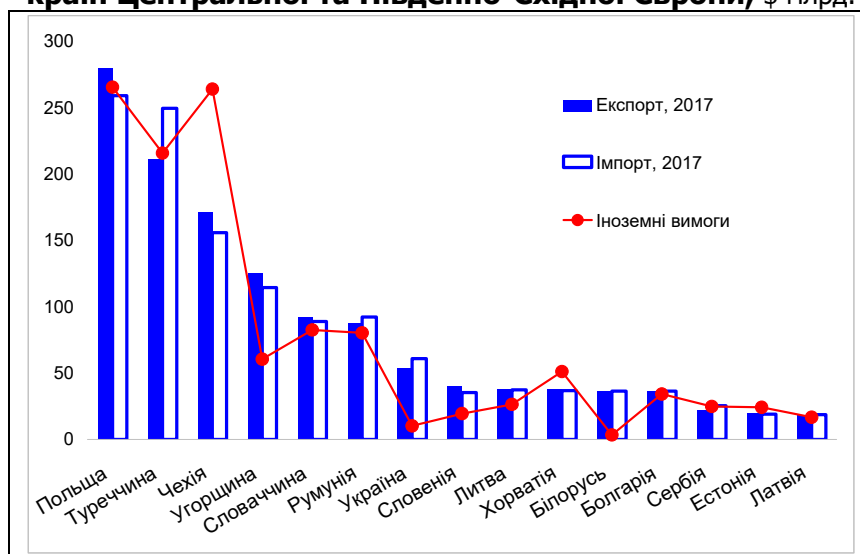
	Баланс товарів та послуг (\$ млрд., 2017р.)	Міжнародне позначення національної валюти, режим курсоутворення	Наявність ЕКА
Польща	20,95	PLN, інфляційне таргетування, режим плаваючого курсоутворення	KUKE, 1991р.
Туреччина	-38,24	TRY, режим плаваючого курсоутворення	Turk Eximbank, 1987р.
Чехія	15,56	CZK, інфляційне таргетування, режим плаваючого курсоутворення	EGAP, 1995р.
Угорщина	10,88	HUF, інфляційне таргетування, режим плаваючого курсоутворення	MEHIB, 1994р.
Румунія	-4,5	RON, інфляційне таргетування, режим плаваючого курсоутворення	Export-Import Bank of Rumania (R-EXIMBANK), 1992р.
Україна	-7,09	UAH, інфляційне таргетування, режим плаваючого курсоутворення	Номінальна наявність, наразі не виконує повний обсяг функцій ЕКА, 2016р.
Хорватія	0,87	HRK, режим керованого курсоутворення	HBOR, 1992р.
Болгарія	-0,19	BGN, режим керованого курсоутворення	BAEZ, 1998р.
Сербія	-3,65	RSD, інфляційне таргетування, режим плаваючого курсоутворення	AOFI, 2005р.
Боснія і Герцеговина	-2,72	BAM, фіксований курс	IGA, 1996р.
Македонія	-1,56	MKD, режим керованого курсоутворення	Macedonian Bank for Development Promotion, 1998р.
Албанія	-1,96	ALL, інфляційне таргетування, режим плаваючого курсоутворення	Albanian Guarantee Agency
Молдова	-2,28	MDL, прив'язка валютного курсу до долара США	ORG

Водночас вигоди від експансії іноземних банків можуть бути нівельовані в період криз та обмеження ліквідних ресурсів, а наслідки валютних кредитних «бумів» для країн-реципієнтів ресурсів з обмежено-конвертованою національною валютою можуть бути катастрофічними,

⁸³ Consolidated banking statistics, BIS. – <https://www.bis.org/statistics/consstats.htm>; Worldbank Database. – <https://tcdata360.worldbank.org/>.

адже вони можуть призвести не лише до масштабної неплатоспроможності боржників, але й викривлення цін на активи. До фінансової кризи 2008-2009рр. кредитування зростало у країнах Балтії, Болгарії, Чорногорії та Україні, а дочірні кредитні установи іноземних банків охочіше надавали кредити в євро та доларах США⁸⁴, ніж у місцевих валютах, що зводило нанівець навіть регіональні перспективи використання місцевих валют, підвищувало доларизацію (або «євризацию» у випадку Словенії), а також понижувало стимул банків до залучення депозитів, оскільки іноземні ресурси у період «бумів» були дешевшими. В період кризи були впроваджені обмеження, що обумовили репатріацію вкладених коштів і відповідні коливання курсів національних валют.

**Експорт, імпорт та зовнішні вимоги
країн Центральної та Південно-Східної Європи, \$ млрд.**



Крім того, запровадження показників платоспроможності та ліквідності (Базель III) впливає і на фінансування країн, що розвиваються, через необхідність обмеження позикових ресурсів та рівня прийняття ризику країн Єврозони на вимогу регулятора, а також через підвищення вимог до розміру ліквідних ресурсів на покриття короткострокових зобов'язань (співвідношення високоліквідних ресурсів до чистого відтоку ресурсів протягом 30 наступних днів; показник має дорівнювати чи перевищувати 100%, з 2015р.)⁸⁵ та показника чистого стабільного фондування (співвідношення наявного стабільного фондування до розміру потреби у стабільному фондуванні, при цьому останнє значення визначається, виходячи з рівня ліквідності банку; показник має дорівнювати чи перевищувати 100%, вводиться з 2018р.)⁸⁶.

В цих умовах вдосконалювались режими валютного регулювання і валютного контролю країн з відкритою економікою, зокрема країн Центральної та Південно-Східної Європи.

⁸⁴ Financing Future Growth: The Evolving Role of Banking Systems in CESEE. – <https://www.imf.org/en/Publications/REO/EU/Issues/2017/01/25/Financing-Future-Growth-The-Evolving-Role-of-Banking-Systems-in-CESEE>.

⁸⁵ Bank for International Settlements. – <https://www.bis.org/fsi/fsisummaries/lcr.htm>.

⁸⁶ Bank for International Settlements. – <https://www.bis.org/fsi/fsisummaries/lcr.htm>.

Наразі джерелами нестабільності в країнах Європи, що розвиваються, є боргові та валютні війни найбільших країн світу, розвиток регіональної торгівлі країн Сходу, «*Brexit*» у березні 2019р.; політичні події в окремих країнах є внутрішнім ризиком.

В Україні важливо спрямувати заходи грошово-кредитної політики на збільшення довготермінових кредитних ресурсів; посилити підтримку малих і середніх підприємств (які в багатьох малих відкритих економіках становлять чисельну більшість; також підтримувати експортні консорціуми для забезпечення доступу малих і середніх підприємств на міжнародний ринок), які більш чутливі до дефіциту кредитних ресурсів; спростити бюрократичні процедури для нових експортерів і водночас вдосконалити процедури звітності та збору інформації про умови зовнішньої торгівлі, зовнішні ринки збуту та умови доступу до цих ринків, стандарти та технічні вимоги до експортної продукції; забезпечити співпрацю представників зовнішньо-економічної діяльності (ЗЕД) та держави.

При цьому реалії окремої країни не дозволяють повністю запозичати стратегії розвитку зовнішньої торгівлі інших країн, дизайн політики стимулювання розвитку зовнішньої торгівлі країни повинен враховувати рівень інституційного розвитку, рівень доларизації та курсовий режим. Так, в країні, що має широкі експортні можливості, необхідно використовувати засоби стабілізації цін та формування позитивних очікувань економічних агентів, вдосконалювати валютне регулювання з метою залучення прямих іноземних інвестицій та торгового фінансування, забезпечити функціонування експортно-кредитної агенції.

На додаток до зазначеного, бажано створити імідж країни на міжнародному ринку як такої, що виробляє товари високої якості; та забезпечити внутрішню (цінову, політичну) стабільність; забезпечити підтримку щодо зовнішньоекономічних розрахунків суб'єктів ЗЕД, консультативну інформаційну підтримку експортерів.

Макромонетарна підтримка інноваційного розвитку в умовах сучасної кризи: контекст країн Центральної Європи

Юрій БАЖАЛ,

завідувач кафедри економічної теорії НаУКМА

Інноваційна модель розвитку застосовується у якості базового концепту національної соціально-економічної стратегії у переважній більшості успішних країн. Європейський Союз визначив цю модель як економіку XXI сторіччя і поклав в основу офіційних стратегій: Лісабонської стратегії ЄС (2000-2010)⁸⁷ і стратегії Європа-2020, де першим пріоритетом названо: «Інтелектуальне зростання (*Smart growth*): розвиток економіки на базі знань та інновацій»⁸⁸. Проте практика виконання цих стратегій за критеріями результативності виявилась неоднозначною. Досить відчутний негативний макроекономічний шок для цієї політики був завданий світовою фінансово-економічною кризою 2008-2009рр., коли різко знизились темпи приросту пропозиції грошей в багатьох державах. На наш погляд, це не в останню чергу обумовило пролонгацію стагнаційних процесів у посткризовому періоді для більшості країн Європи, що призвело до наростання соціальної напруги.

Такий перебіг подій вже ніби був підданий аналізу в історичному контексті визнаними економічними теоріями кейнсіанців і монетаристів (мейнстриму). Ще Джон М. Кейнс переконливо довів (і це стало хрестоматійним місцем в усіх сучасних базових підручниках з макроекономіки), що Велика депресія в США відбулась через несподіване зниження сукупного попиту⁸⁹. Мілтон Фрідман пояснював Велику депресію падінням обсягів пропозиції грошей внаслідок обвалу фондового ринку, жорсткої адміністративної політики Федеральної резервної системи, допущення банкрутства тисяч банків, обмеженнями «золотого стандарту» тощо⁹⁰, тобто факторами стиснення грошової маси в країні. Відповідно вихід з такої кризи класики вбачали у застосуванні монетарної політики протилежної спрямованості, тобто через збільшення і сукупного попиту, і пропозиції грошей.

Відзначимо, що на ці хрестоматійні рекомендації не зважили у повній мірі під час останньої кризи 2008-2009рр. ні в Європейському Союзі, ні в Україні. Частково це відбувалось у США⁹¹. Навпаки, поширилось застосування політики стиснення і сукупного попиту, і грошової маси (*Austerity*). Це викликало фундаментальну дискусію серед науковців,

⁸⁷ Lisbon European Council 23-24.03.2000: Presidency note on employment, economic reforms and social cohesion: Towards a Europe based on innovation and knowledge. – http://www.europarl.europa.eu/summits/lis1_en.htm.

⁸⁸ Europe 2020: A strategy for smart, sustainable and inclusive growth. Brussels, European Commission, 3.3.2010 COM(2010) 2020 final, 2010.

⁸⁹ Keynes J. (1964 [1936]). The General Theory of Employment, Interest and Money. A Harvest Book. Harcourt Brace & Co. SanDiego, New York, London.

⁹⁰ Friedman M., Rose R. Free to Choose. A Personal statement. A Harvest Book, Harcourt, Inc., 1990. – P. 70-90.

⁹¹ Кораблін С. Велика неоліберальна рецесія (2008-2009рр.): досвід та уроки антикризової політики США / Глобальні тенденції і перспективи: світова економіка та Україна. – К.: Заповіт, 2018, с.89-72.

як у методологічній площині⁹², так і щодо оцінок фактичних наслідків контроверсійних типів політик виходу з кризи⁹³. У цій статті ми пропонуємо розглянути інший, але дотичний, концептуальний вимір даної тематики, представивши його крізь аналітичну призму менш відомої теорії монетарних обставин фінансово-економічних криз – Шумпетерівську парадигму економічного розвитку, де головним чинником економічного зростання вважаються інновації⁹⁴.

У цій парадигмі принципово відмінним від традиційних теорій «мейнстріму» є обґрунтування нової функції кредиту, а саме – створення нової доданої вартості через «авансове» кредитування інновацій, тобто нових товарів і послуг, які раніше не вироблялись і тому не генерували доходи, які могли би забезпечити придбання цих інновацій. Якщо нові товари купувати за рахунок відмови від старих, то обсяг доданої вартості країни принципово може не змінитись, а тільки структурно поміняти свою економічну локацію. З цього витікає висновок, що справжнє економічне зростання через збільшення ВВП відбувається переважно внаслідок інноваційних процесів, які через механізми їхнього «авансового» кредитування створюють нову прирістну додану вартість (збільшення національного доходу). Розглянувши докладно цей механізм, Шумпетер резюмував: *«Отже, основна функція грошового ринку, чи ринку капіталу, – це торгівля кредитом із метою фінансувати розвиток. Розвиток створює і живить цей ринок. Під час розвитку йому відводиться ще одна, третя функція: він стає ринком самих джерел доходу»*⁹⁵.

Шумпетер назвав таку економіку розвитку «авансовою». Сучасні традиційні неокласичні теорії фактично продовжують слідувати методологічному принципу Рікардо, що самі по собі грошові операції не можуть збільшити національне багатство. Практичним наслідком такої візії для монетарних політик, як ми покажемо далі, стали заходи по значному скороченню кредитних і сек'юритизованих фінансових інструментів у структурі пропозиції грошей. Проте Шумпетер доводить, що такий підхід може бути виправданим тільки в економіці без інновацій, бо останні реально збільшують національне багатство саме через забезпечення інноваційних процесів «авансовими» кредитними і подібними грошовими активами.

Як показують вже сучасні неошумпетерівські теорії, фінансові «бульбашки» утворюються саме через те, що «авансові» фінансові інструменти не знаходять своєї матеріалізації в інноваціях, тобто не перетворюються у цьому випадку в реальну грошову масу та відповідне збільшення ВВП. Якщо такі «авансові» фінансові інструменти накопичуються у вигляді фіктивного капіталу, то вони стають фінансовими «бульбашками», які збільшуються, лопаються і настає

⁹² Blyth M. Austerity: The History of a Dangerous Idea. Oxford University Press, 2013.

⁹³ Tridico P. Inequality in Financial Capitalism. Routledge, London and New York, 2017.

⁹⁴ Шумпетер Й.А. Теорія економічного розвитку: Дослідження прибутків, капіталу, кредиту, відсотка та економічного циклу. Київ : Видавничий дім «Києво-Могилянська академія», 2011.

⁹⁵ Шумпетер Й.А. Розділ III. Кредит і капітал / Теорія економічного розвитку : Дослідження прибутків, капіталу, кредиту, відсотка та економічного циклу. Київ: Видавничий дім «Києво-Могилянська академія», 2011. – С.128.

фінансово-економічна криза. Вихід з неї можливий тільки через активізацію інноваційних процесів нової технологічної парадигми⁹⁶.

Для статистичного представлення обсягів зазначених «авансових» монетарних ресурсів у структурі пропозиції грошей та виявлення їхньої структурної динаміки у докризових, кризових і посткризових роках (2004-2018рр.) ми скористаємось індикаторами динаміки грошових агрегатів та монетизації ВВП чотирьох країн Центральної Європи, які є сусідами України і зберігають власну валютну систему – Чеська республіка (Чехія), Польща, Угорщина і Румунія та агрегованої групи країн Єврозони, які не можуть мати власної монетарної політики і прямо підпорядковуються єдиній політиці Європейського центрального банку. Для порівняння будемо використовувати також відповідні індикатори щодо України.

Цей макромонетарний аналіз буде ґрунтуватись на наступній концептуальній гіпотезі. «Авансові» монетарні ресурси можуть бути представлені через порівняння грошових агрегатів M1, M2 і M3. Таке порівняння дозволяє обчислити наявний монетарний потенціал «авансового» фінансування інновацій. Це будуть ресурси, які накопичуються у банківській системі понад необхідної грошової маси для поточних операцій, тобто такої, що задовольняє трансакційний попит на гроші. Остання в основному віддзеркалюється грошовим агрегатом M1 і частково M2. Тоді «авансовий» монетарний ресурс можна у принципі представити кількісно як різницю грошових агрегатів M3 і M1 ($M3-M1$), а також порівнянням грошової маси і номінального ВВП в монетарній макроекономічній тотожності, представленої у вигляді «рівняння обміну Фішера».

Можна вважати, що агрегат M1 не містить зазначені «авансові» монетарні ресурси для майбутніх періодів, бо прямо обслуговує трансакції, які вже відбулись і сформували ВВП.

Додаткові до M1 компоненти агрегату M2 включають строкові депозити і переказні депозити в іноземній валюті, які також частково можуть формувати «авансовий» кредитний потенціал, у тому числі через ефект мультиплікатора. Додаткові до M2 компоненти агрегату M3 – довгострокові депозити і цінні папери, можна розглядати як повноцінний існуючий монетарний потенціал для «авансового» фінансування інновацій.

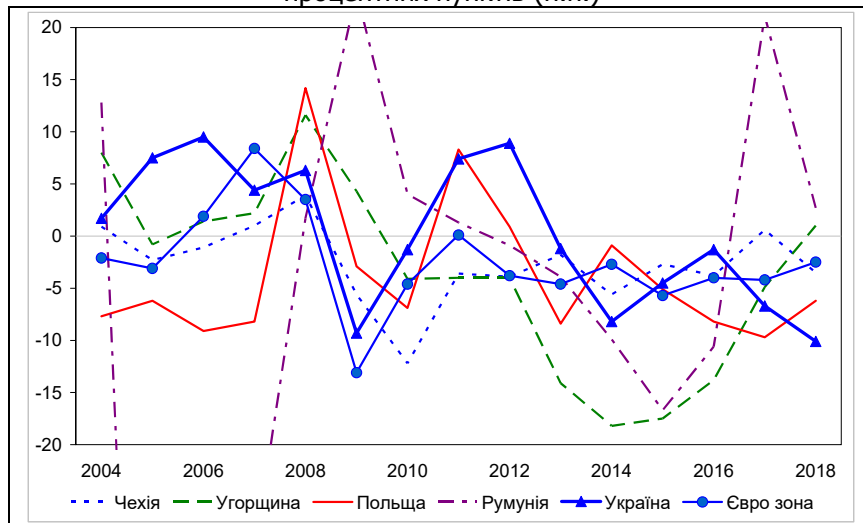
Для проведення порівняльного аналізу динаміки монетарних агрегатів між країнами ми використовували індикатори темпів змін зазначених макроекономічних характеристик, бо абсолютні величини не надають такої можливості, окрім порівняння рівнів номінального ВВП на душу населення.

На діаграмі «*Різниця щорічних темпів зміни M1 і M3*»⁹⁷ представлено порівняльну динаміку щорічної різниці темпів зміни агрегатів M1 і M3 ($M3-M1$) за 2004-2018рр. для обраних для аналізу країн.

⁹⁶ Perez C. Technological revolutions and Financial Capital. The Dynamics of Bubbles and Golden Ages, 2002.

⁹⁷ Використані дані: World Development Indicators. – <https://datacatalog.worldbank.org/dataset/world-development-indicators>;

**Різниця щорічних темпів зміни M1 і M3,
процентних пунктів (п.п.)**



Від'ємні цифри різниці темпів ($M3-M1$) свідчать про випереджаюче зростання грошової маси M1 проти агрегату M3 і відносного скорочення «авансового» монетарного потенціалу майбутнього фінансування інновацій ($M3-M1$). Безумовно, таке скорочення повинно негативно впливати на економічне зростання країни, яке, згідно з теорією Шумпетера, переважно обумовлюється інтенсивністю інноваційних процесів. На наведеній діаграмі добре видно, що головний руйнівний удар кризи 2008-2009рр. по грошовому забезпеченню розвитку економік був нанесений по монетарному потенціалу «авансового» фінансування інновацій ($M3-M1$).

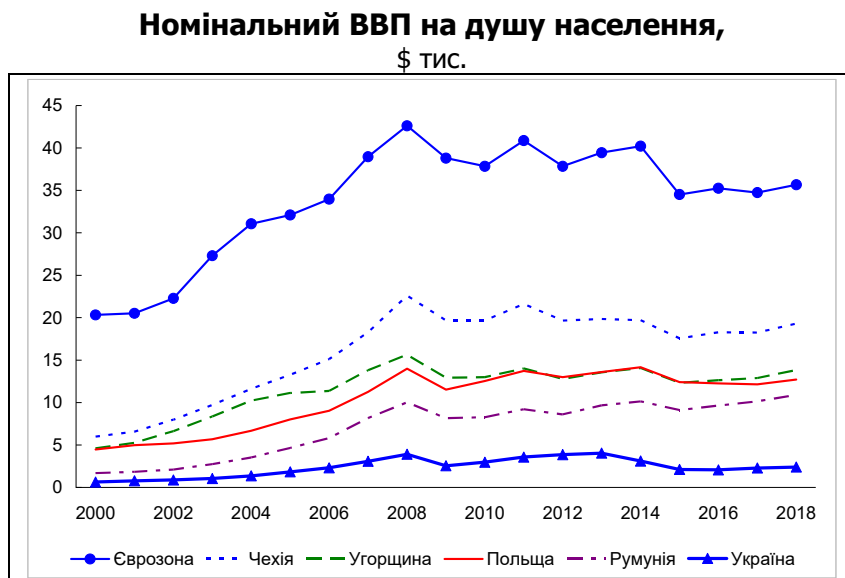
Достатньо відомими є графіки постійної позитивної динаміки грошових агрегатів протягом періоду, що розглядається, які не показують статистичного переривання довгострокових, майже лінійних, висхідних трендів. Але, як показує аналіз, це відбувалося переважно завдяки зростанню агрегату M1. У той же час ми бачимо серйозну стагнацію компонентів «квазі грошей», які виконують (чи можуть виконувати) функцію «авансового» фінансування інноваційних процесів.

Країни Єврозони, як агрегована сукупність, після 2009р. так і не змогли вийти на позитивні значення індикатора ($M3-M1$). Країни за межами Єврозони, що розглядаються, переважно також залишились у подібному стані. Хоча Румунія і Україна мали два позитивні (для нашого індикатора) роки після кризи, але широка амплітуда коливань монетарного потенціалу «авансового» фінансування інновацій сама по собі унеможливорює активні довгострокові інноваційні процеси.

Два позитивні роки Польщі (2011-2012рр.), думаю, як раз і сприяли економічним інноваційним процесам, які забезпечили їй репутацію країни, що найкраще пройшла кризові роки. Угорщина тільки у 2018р. спромоглась вийти на невелику позитивну різницю темпів зміни грошових

агрегатів, що розглядаються (МЗ-М1). Проте загальна картина посткризового періоду, оцінена запропонованим критерієм, залишається невтішною і загрозливою для фінансового забезпечення майбутнього зростання.

Така оцінка зроблена нами передусім з позицій інноваційної теорії економічного розвитку Шумпетера. Тобто **обмеження фінансового ресурсу інноваційного процесу призводить до його гальмування і уповільнення економічного розвитку**. Цей висновок можна підтвердити картиною динаміки змін за основним показником економічної успішності країни – ВВП на душу населення. Після кризи багато економік Європи практично перестали зростати за цим критерієм. Проте, однією із загадок посткризового періоду стали різні за характером тренди розвитку, оцінені за показником динаміки реального ВВП і номінального ВВП на душу населення. Відповідні дані стосовно представленого аналізу подані на діаграмах «Номінальний ВВП на душу населення»⁹⁸ і «Зростання реального ВВП»⁹⁹.

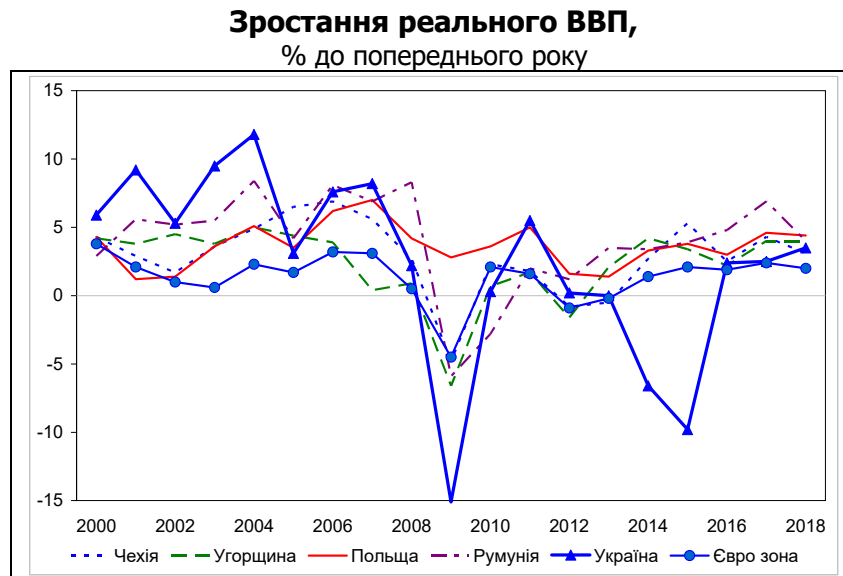


Як представлено на діаграмі «Номінальний ВВП на душу населення», у посткризовий період за 2010-2018рр. параметр номінального ВВП у поточних доларах США на душу населення для обраних країн практично не зростав, порівняно з його рівнем у 2008р., а в країнах Єврозони помітно знизився. Для України посткризове десятиріччя не принесло підвищення рівня національного багатства за цим критерієм. Не змінився принципово також розрив між країнами, а для України він навіть збільшився. Тобто у посткризові роки процеси економічної конвергенції в ЄС, на які очікували, практично зупинились. Правда, треба зазначити, що і в успішні докризові роки розрив у національному добробуті в представлених країнах не скорочувався. Але парадокс полягає у тому, що

⁹⁸ World Development Indicators. – <https://datacatalog.worldbank.org/dataset/world-development-indicators>; IDB Aggregates. – <http://data.isdb.org>.

⁹⁹ World Economic Outlook. (пізні випуски) – <https://www.imf.org/en/publications/weo>.

індикатори динаміки щорічної зміни реального ВВП показують іншу картину, як представлено на діаграмі «Зростання реального ВВП».



За індикатором темпів зростання реального ВВП у посткризовий період для країн Єврозони проблемними були тільки два роки (2012-2013рр.) – коли не відбувалось позитивного економічного зростання. Випадок України, зрозуміло, є особливим через війну з Росією, але за останні два роки вона повернулася у європейський тренд за даним параметром.

Тим не менш, на діаграмі «Зростання реального ВВП» чітко простежується, що обрані країни Центральної Європи впродовж майже усього представленого періоду часу випереджали країни Єврозони за щорічними темпами зростання реального ВВП. Тільки у кризовий 2009р. Чехія, Угорщина і Румунія впали у темпах більше за країни Єврозони. Цей факт ніби свідчить про перевагу незалежної від Європейського Центрального банку монетарної політики для забезпечення динамічного економічного розвитку. Але порівняння цієї діаграми з попередньою вказує на наявність певного парадоксу: більші темпи зростання реального ВВП не призводять до скорочення розриву у рівнях національного багатства цих країн, оціненого за показником номінального ВВП на душу населення.

Останнім часом такий парадокс виник для багатьох економік. У науковій літературі ця ситуація отримала назву «пастка середнього доходу» (middle income trap). Більш детально на неї звернули увагу по країнах, що розвиваються, з невисокими показниками ВВП на душу населення¹⁰⁰, але вже з'явилися фундаментальні дослідження і для більш успішних країн¹⁰¹. Регіонально ця проблема проявилась і в Азії¹⁰², і в країнах Центральної та

¹⁰⁰ Fernando Gabriel Im F., Rosenblatt D. Middle-Income Traps: A Conceptual and Empirical Survey. // World Bank, Policy Research Working Paper 6594, 2013.

¹⁰¹ Lee K. Schumpeterian Analysis of Economic Catch-up: Knowledge, Path-Creation, and the Middle-Income Trap. Cambridge University Press, 2013.

¹⁰² Pruchnikand K., Zowczak J. Middle-income trap: review of the conceptual framework. // Asian Development Bank Institute, 2017.

Східної Європи¹⁰³, зокрема щодо Вишеградських країн¹⁰⁴. Сьогодні ми спостерігаємо цю «пастку» і на прикладі розвинутих європейських економік (див. діаграму «*Номінальний ВВП на душу населення*»,). На наш погляд, і українська економіка потрапила у цю пастку. Треба відзначити, що висновки багатьох проведених з цієї проблеми досліджень є майже однаковими – ситуація «пастки середнього доходу» пов'язана з низькою інтенсивністю і результативністю інноваційних процесів. Такі узагальнення базуються переважно на емпіричному аналізі. Проте можна пояснити економічну природу цього явища і з теоретичних позицій, спираючись на згадану теорію економічного розвитку Шумпетера.

Проведені нами дослідження¹⁰⁵ показали, що головною особливістю теорії інновацій Шумпетера у контексті, що розглядається, є їхня властивість самостійно створювати додану вартість в економічній системі країни, тобто виступати окремим фактором економічного зростання. Це означає, що вся вартість інноваційної продукції є внеском у зростання ВВП. Якщо економіка країни функціонує без інновацій чи їх кількість обмежена, то така економіка, за Шумпетером, не буде зростати, а тільки відтворювати ті обсяги доданої вартості, які були раніше.

Для концептуального позиціонування економічних систем з інноваційним розвитком і майже без нього Шумпетер увів відповідно дві категорії країн – з економічними моделями «Динаміка» і «Статика». Виходячи з цього методологічного підходу, можна зробити припущення – якщо країна розвивається за моделлю «Статика» (слабкі інноваційні процеси), то вона попадає у «пастку середнього доходу». Це припущення можна застосувати до парадоксальної ситуації з порівнянням двох наведених діаграм.

Розуміння інноваційної продукції як обсягу нової доданої вартості повинно обумовити методичні удосконалення статистичних принципів підрахунку темпів зміни реального ВВП. Коли ми ділимо номінальний ВВП на дефлятор ВВП (чи інший індекс цін), то дефлюємо і ту частку номінального обсягу, яка представляє вартість інноваційної продукції. Але остання не може бути включеною в алгоритми визначення агрегованих індексів зміни цін в економіці, бо такої продукції не існувало в базовому періоді.

Тобто при оцінці внеску в економічне зростання інноваційної продукції неможливо застосувати методи підрахунку, які вимагають наявності такої порівняльної продукції у попередніх роках. Відповідно до інноваційної продукції неможливо застосувати методи оцінки зміни вартості певного кошика товарів чи визначення індексу зміни цін виробників, які передбачають наявність порівняльної продукції у кожному періоді часу. Отже, коли здійснюються розрахунки реального ВВП традиційними методами, відбувається елімінація обсягу інноваційної продукції з ВВП.

¹⁰³ Condemned to be left behind? Can Central and Eastern Europe emerge from its low-wage model? Brussels, 2017.

¹⁰⁴ Golonka M., etc. Middle-Income Trap in V4 Countries? // Analysis and Recommendations. Kosciuszko Institute, Visegrad Fund, 2015.

¹⁰⁵ Bazhal I. The Political Economy of Innovation Development: Breaking the Vicious Cycle of Economic Theory. Palgrave Macmillan, Cham, 2017.

Оцінюючи таким чином реальний ВВП, фактично з нього виключається додана вартість від реалізації інноваційної продукції, яка присутня в номінальному ВВП. Використовуючи діаграми «*Номінальний ВВП на душу населення*» і «*Зростання реального ВВП*», можна запропонувати наступне пояснення вищезазначеного парадоксу. Коли не враховуються обсяги інноваційної продукції, то темпи економічного зростання обраних країн Центральної Європи в рамках моделі «Статика» виявляються вищими ніж в країнах Єврозони, але переважна кількість останніх працює у форматі моделі «Динаміка». Це означає, що вони мають більший обсяг номінального ВВП за рахунок більших обсягів інноваційної продукції, що обумовлює і більший рівень ВВП на душу населення. Проте проблеми з цим індикатором у посткризовий період, на нашу думку, пов'язані також зі зниженням інноваційної активності в цих країнах.

Такий висновок опосередковано підтверджують відомі дослідження аналітичної групи Давоського Світового економічного форуму. Провівши масштабні емпіричні дослідження факторів конкурентоздатності країн, дослідники знайшли прямий зв'язок масштабів інноваційної діяльності з обсягом ВВП на душу населення. У результаті в щорічних випусках звіту Глобальної конкурентоздатності вже багато років до класифікаційної групи інноваційних країн відносяться ті, які мають ВВП на душу населення в обсязі більше поточних \$17 тис.¹⁰⁶.

Виходячи із зазначеного, можна ще раз наголосити, що для активізації інноваційних процесів в країні дуже важливим є створення і підтримка монетарних ресурсів для «авансового» фінансування інновацій. За допомогою діаграми «*Різниця щорічних темпів зміни M1 і M3*» вже була представлена авторська спроба кількісного вимірювання і аналізу цього потенціалу через параметри структурної динаміки різниці темпів зміни грошових агрегатів M1 і M3. Було показано, що криза 2008-2009рр. найбільш критично вдарила саме по цьому потенціалу, що, без сумніву, серйозно загальмувало інноваційні процеси в європейських країнах, які були включені до аналізу.

Такого типу аналіз можна продовжити також за допомогою порівнювання компонентів монетарної макроекономічної тотожності у контексті оцінювання параметрів монетизації ВВП, тобто порівнювання обсягів операційної грошової маси, яку в даному аспекті краще буде представляти монетарний агрегат M2 (де містяться також депозити, що утворились внаслідок дії ефекту мультиплікатора, а також включені переказні депозити в іноземній валюті), та обсягів номінального ВВП, тобто характеристики, що обумовлює трансакційний попит на гроші.

У цьому контексті для можливості міжнародних порівнянь оцінювалась структурна динаміка темпів змін номінального ВВП і грошової маси M2 з метою виявлення існування і певної кількісної розмірності поточного «авансового» монетарного потенціалу фінансування інновацій, тобто наявності надлишку (чи дефіциту) операційної грошової маси проти необхідного монетарного обсягу, який повинен обслуговувати трансакційний попит.

¹⁰⁶ The Global Competitiveness Report 2017–2018. World Economic Forum, 2017.

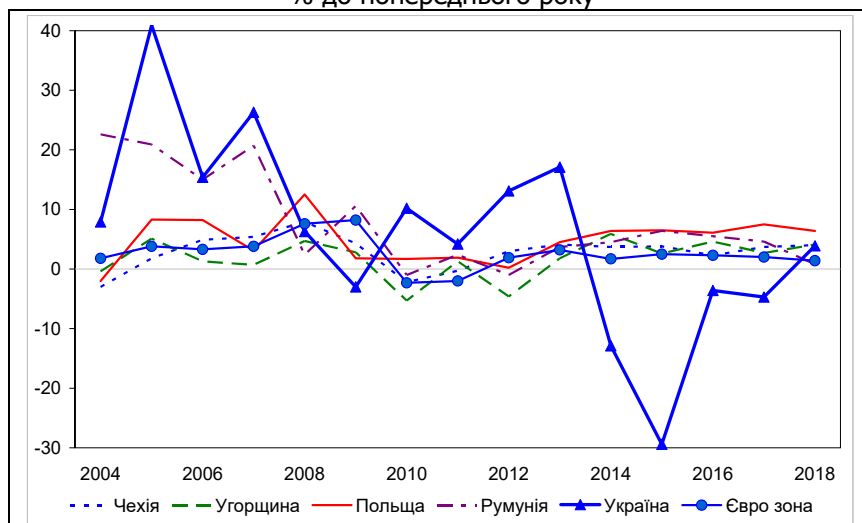
Таким чином, агрегат М2 буде представляти пропозицію грошей, яка забезпечує трансакційний попит на гроші та є переважно так званими «вузькими грошима», але тут також присутні компоненти «широких грошей», які можна віднести до потенціалу «авансового» фінансування інновацій. Цей агрегат найбільш адекватно представляє ту грошову масу, яка присутня в основній макроекономічній тотожності у вигляді відомого «рівняння обміну Фішера»:

$$MV = PY,$$

де M – грошова маса, яка забезпечує реалізацію товарів і послуг, що формують номінальний ВВП; V – швидкість обігу грошей; P – дефлятор ВВП; Y – реальний ВВП. Відповідно PY – номінальний ВВП.

Аналіз наявного операційного монетарного потенціалу «авансового» фінансування інновацій у країнах, що включені до аналізу, здійснювався через знаходження різниці щорічних темпів зміни агрегатів М2 і номінального ВВП. Останній параметр визначався як сума змін щорічних індексів цін (ΔP) і темпів змін реального ВВП (ΔY), тобто темпів змін номінального ВВП ($\Delta P + \Delta Y$). Якщо темп зміни грошової маси М2 випереджає темп зміни номінального ВВП, то це означає, що у принципі може утворюватися монетарний потенціал «авансового» фінансування інновацій. Але такий стан може виникнути і у випадку змін у швидкості обертання грошей (V), яка залежить і від інтенсивності спекулятивних операцій з грошима. Проте, згідно з класичною монетарною теорією, ринкові відносини повинні стабілізувати компонент V як певну константу. За цих умов надлишок $\Delta M2$ над $(\Delta P + \Delta Y)$ покаже потенціал «авансового» фінансування інновацій, який оцінюється. У разі від'ємного результату зазначеної різниці це буде означати, що грошова маса в країні не забезпечує трансакційний попит на гроші, що тільки буде поглиблювати кризові явища. Отримані результати вищеописаних розрахунків віддзеркалені на діаграмі «Різниця темпів зміни...»¹⁰⁷.

**Різниця темпів зміни грошової маси і номінального ВВП,
% до попереднього року**



¹⁰⁷ World Development Indicators. –

<https://datacatalog.worldbank.org/dataset/world-development-indicators>;

IDB Aggregates. – <http://data.isdb.org>.

Представлені результати розрахунків показали, що більшість країн, включених до аналізу, підтримують незначне перевищення темпів зростання грошової маси M2 проти темпів збільшення номінального ВВП. Тобто обсяг операційних грошей задовольняє транзакційний попит і частково може працювати на економічне зростання у разі спрямування цього надлишку на «авансове» фінансування інновацій. Напевно у посткризовому періоді так і відбувалось, крім у 2010-2011рр. у країнах Єврозони, Чехії, Угорщини (2010р., 2012р.) і Румунії (2010р., 2012р.).

Величезна амплітуда коливань цього індикатора по Україні вказує на серйозну нестабільність і монетарної системи і монетарної політики, що само по собі гальмує, як інноваційні процеси, так і економічне зростання країни. У разі згорання інноваційної діяльності такі значні відхилення від нульового стану різниці темпів, що розглядаються, означає великі масштаби спекулятивної діяльності, які постійно у значній мірі змінюють швидкість обігу грошей, що не є позитивною характеристикою.

Розуміння природи інновацій Шумпетера як окремого чинника економічного зростання, що діє ізольовано від традиційних виробничих факторів макроекономічного аналізу, дозволяє пояснити деякі парадоксальні з позицій ортодоксальної неокласичної економічної теорії явища сучасної економіки. Зокрема проблему «пастки середнього доходу».

Теорія економічного розвитку Шумпетера доводить, що тип економіки з традиційною структурою виробництва без інноваційних структурних змін неминує веде до фінансово-економічної кризи, оскільки в цьому випадку реальний розвиток відсутній. Окрім цього, така економіка не здатна істотно підвищити добробут країни. Зосередження уваги в економічній політиці на модернізації виробництв, які працюють на традиційних конкурентних ринках, у кінцевому підсумку стримує створення нової доданої вартості. Стійке зростання національного доходу (доданої вартості) може відбуватись лише завдяки перманентному інноваційному розвитку. Таке методологічне бачення важливе при ідентифікації сучасних економічних проблем, у тому числі в монетарній політиці, у висхідних країнах, включаючи Україну.

Макромонетарна політика повинна більше орієнтуватись на стимулювання інноваційних процесів через створення монетарного потенціалу їхнього «авансового» фінансування. Це дозволить подолати «пастку середнього доходу», в якій опинились сьогодні багато країн Центральної і Східної Європи, включаючи Україну. Ця «пастка» полягає в зосередженні економічної політики на збільшенні виробництва традиційних галузей, навіть через зростання в них продуктивності праці. Така політика не створює потужного ресурсу для динамічного довгострокового розвитку і сталого зростання ВВП на душу населення. У цьому контексті дуже важливо розуміти економічні реформи не як «реанімацію» чи модернізацію існуючої економічної структури виробництва, а як прогресивні інноваційні технологічні зміни, що обумовлюють майбутній прогрес.

Регулювання валютного курсу як передумова економічного зростання

Олена БЕРЕСЛАВСЬКА,

завідувачка кафедри банківської справи та фінансового моніторингу
Університету державної фіскальної служби України

Світова фінансово-економічна криза, що спостерігалася упродовж 2008-2009рр., виявила серйозні невідповідності між макроекономічною політикою та реальними господарськими процесами в умовах зростаючої глобалізації. Уряди та центральні банки країн, а також міжнародні організації, що призвані забезпечувати макроекономічну та фінансову стабільність, виявилися неготовими до відбиття зовнішніх та внутрішніх загроз, результатом чого стало значне падіння ВВП та довгострокове погіршення соціально-економічної ситуації у більшості країн світу.

Проте інформація, наведена у таблиці «*Реальний ВВП*»¹⁰⁸ засвідчує, що не всі країни відчули на собі глибокі негативні наслідки світової кризи. З країн Вишеградської групи¹⁰⁹ (ВГ) найбільше постраждала Угорщина, яка у 2009р. була примушена звернутися за допомогою до Європейської комісії та МВФ. У 2010р. країни ВГ повернулися на траєкторію економічного зростання, у середньому приріст ВВП у даних країнах складав більше 2,8% (причому, найвищі темпи зростання ВВП були у Польщі – 3,6%, а найнижчі в Угорщині – 0,7%).

Країни ВГ на сьогодні вважаються периферією Європейського Союзу (ЄС), проте для них характерні вищі темпи економічного зростання, ніж у середньому по ЄС. Це також стосується і Румунії. Основним стимулом зростання в цих країнах є масивні інвестиції високорозвинених країн ЄС (Великої Британії, Німеччини, Австрії, Франції), приплив яких зумовлювався зручним географічним розташуванням, наявністю розвинутої інфраструктури, кваліфікованих спеціалістів, дешевої робочої сили, макроекономічної та соціальної стабільності.

Як результат, в укладі цих країн склався певний дуалізм, який полягає в співіснуванні двох видів економічних агентів, представлених, *з одного боку*, великими підприємствами, що знаходяться в управлінні іноземних ТНК, а *з іншого* – все ще недостатньо продуктивними національними

¹⁰⁸ Для міжнародних порівнянь, якщо не вказано інше, використані дані наведені у публікації МВФ: Перспективи розвитку мирової економіки: циклический подъем, структурные изменения. – <https://www.imf.org/ru/Publications/WEO/Issues/2018/03/20/world-economic-outlook-april-2018>.

Тут і далі у цій статті у таблицях, складених за даними видання МВФ «Перспективи розвитку мирової економіки: циклический подъем, структурные изменения», показники за країнами, що розглядаються, дещо відрізняються від таких самих, розрахованих національними статистичними органами. Це пов'язано з різними методиками розрахунків, що, однак, не впливає на загальні оцінки і тенденції.

¹⁰⁹ Оцінка тенденцій у економіці країн Вишеградської групи (Польща, Словаччина, Угорщина, Чехія) у цій статті здійснена без урахування Словаччини, у зв'язку з тим, що ця країна відмовилася від власної національної валюти і приєдналася до євро-зони.

підприємствами. Національний капітал у країнах ВГ і у Румунії представлений переважно малими та середніми підприємствами.

Реальний ВВП,
річна зміна у %

	2000-2009*	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018**	2019**
Країни з розвинутою економікою	1,8	3,0	1,7	1,2	1,3	2,1	2,3	1,7	2,3	2,5	2,2
Зона євро	1,4	2,1	1,6	-0,9	-0,2	1,3	2,1	1,8	2,3	2,4	2,0
Польща	3,9	3,6	5,0	1,6	1,4	3,3	3,8	2,9	4,6	4,1	2,5
Румунія	4,8	-2,8	2,0	1,2	3,5	3,1	4,0	4,8	7,0	5,1	3,5
Угорщина	2,4	0,7	1,7	-1,6	2,1	4,2	3,4	2,2	4,0	3,8	3,0
<i>Україна</i>	<i>4,5</i>	<i>0,3</i>	<i>5,5</i>	<i>0,2</i>	<i>0,0</i>	<i>-6,6</i>	<i>-9,8</i>	<i>2,4</i>	<i>3,5</i>	<i>3,2</i>	<i>3,3</i>
Чеська республіка	3,4	2,3	1,8	-0,8	-0,5	2,7	5,3	2,7	4,3	3,5	3,0

* - середнє значення, ** - прогнозні показники МВФ

Іншою характерною рисою соціально-економічної моделі даних країн є підпорядкування їх економічного розвитку інтересам ТНК. Особливо велику роль транснаціональний капітал відіграє в експортних секторах економіки: промисловості та сфері послуг. На відміну від тієї ж Великої Британії, де капітал в економіку надходить за каналами фондового ринку і від країн континентальної Європи, в яких економічні агенти фінансують свою діяльність через банківські позики, основним джерелом надходження капіталу в країнах ВГ і Румунії є інвестиції, про що вже зазначалося. Тому іноземний капітал відіграє першочергову роль в розвитку економік країн Центральної та Східної Європи (ЦСЕ). За період 1993-2016рр. середньорічний обсяг припливу прямих іноземних інвестицій (ПІІ) в країни даного регіону склав більше \$4,7 млрд. щорічно (4,5% до ВВП регіону), причому найвищий показник серед країн ВГ був у Польщі – \$8,9 млрд. Якщо проаналізувати значимість цього показника для розвитку економік країн ВГ, порівнюючи його з величиною національного господарства, то співвідношення ПІІ до ВВП у даному регіоні є найвищим у Словаччині та Угорщині – понад 5% ВВП¹¹⁰.

Притоку ПІІ в національні економіки країн сприяла макроекономічна стабілізація, досягнення якої здійснювалося заходами монетарної політики. Зокрема, у зазначених країнах у різні періоди часу у якості проміжної цілі політики було використано обмінний курс, грошову масу та інфляцію. Найефективнішим виявився режим, заснований на інфляційному таргетуванні (ІТ).

Потреба у переході до даного режиму країн ЦСЕ (крім України) у постсоціалістичний період зумовлювалася: *по-перше*, значним інфляційним тиском внаслідок цінової лібералізації в зазначених країнах і унеможливленням підтримки фіксованого валютного курсу; *по-друге*, як результат лібералізації розширення зовнішньоторговельних взаємозв'язків між країнами ЄС; *по-третє*, зняттям обмежень на рух

¹¹⁰ Габарта А. Социально-экономическая модель стран Центральной Европы. / Современная Европа, 2017, №7, с.103-114.

потоків капіталу, підвищенням фінансової інтегрованості, крахом механізму регулювання валютних курсів європейських країн (*European Exchange Rate Mechanism*), що обмежував курсові коливання у фіксованому діапазоні на початку 1990-х років.

Стосовно України, то основними причинами переходу до режиму ІТ стали: неможливість використання обмінного курсу як номінального якоря через вичерпання міжнародних резервів (на кінець 2014р. загальні обсяги міжнародних резервів скоротилися майже у три рази – з \$20,4 млрд. до \$7,5 млрд., при цьому, за нашими оцінками, чисті валютні резерви складали всього \$0,6 млрд.); відсутність стійкого зв'язку між грошима та інфляцією – недовіра цілей за монетарними агрегатами; необхідність швидкої дезінфляції; посилення незалежності НБУ та уникнення фіскального домінування.

Політика ІТ дозволяє дотримуватися потенційних темпів економічного зростання, вона супроводжується ще й іншими позитивними ефектами, серед яких може виявитися стимулювання припливу ПІІ в економіку країни. Досвід країн ВГ та Румунії це наявно засвідчив.

Режим ІТ сприяв зниженню інфляції, про що свідчить інформація, наведена у таблиці «Інфляція». Країни не тільки суттєво знизили інфляцію, але ще й такі країни, як Польща, Румунія та Угорщина у певний період стикнулися з дефляцією, з якою, на думку К.Лагард, «... потрібно боротися найрішучішим чином»¹¹¹.

Інфляція

річна зміна споживчих цін, %

	2000-2009*	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018**	2019**
Польща	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	2,5	2,5
Румунія	15,6	6,1	5,8	3,3	4,0	1,1	-0,6	-1,6	1,3	4,7	3,1
Угорщина	6,1	4,9	3,9	5,7	1,7	-0,2	-0,1	0,4	2,4	2,7	3,3
Україна	12,9	9,4	8,0	0,6	-0,3	12,1	48,7	13,9	14,4	11,0	8,0
Україна*	-	9,1	4,6	-0,2	0,5	24,9	43,3	12,4	13,7	9,8	5,0±1
Чеська республіка	2,8	1,5	1,9	3,3	1,4	0,3	0,3	0,7	2,4	2,3	2,0

* - показники інфляції, розраховані в Україні, ** - прогнози показники МВФ

У 2017р. інфляція в країнах ВГ і Румунії почала зростати, чому сприяла ефективна монетарна політика (регулювання ключових процентних ставок та грошової пропозиції), спрямована на підтримку висхідної динаміки цін, та стимулювання внутрішнього попиту. За прогнозами МВФ, у 2018-2019рр. інфляція в цих країнах не буде знижуватися.

Одним з основних чинників макроекономічної стабілізації та стимулів до поступового зростання економіки в країнах, що розглядаються, був валютний курс. Управління валютним курсом з метою забезпечення стабільності та зростання є однією з головних вимог макроекономічної політики, особливо з того часу, як лібералізація зовнішньої торгівлі

¹¹¹ Lagarde C. The Global Economy in 2014. Speech at the National Press Club. – <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sp011514>.

скоротила можливості національних урядів регулювати платіжний баланс іншими засобами так, щоб високий рівень валютного курсу не призвів до зниження ділової активності і зайнятості.

Так як внутрішній попит у країнах ВГ свого часу був достатньо вузьким і не міг виконувати функцію основного драйвера економічного зростання, ці країни (за виключенням Словаччини) для надання додаткового імпульсу зростання ВВП, залучення іноземних інвестицій і збільшення конкурентних переваг вітчизняних виробників у короткостроковому періоді послабили свої національні валюти.

Умови для використання валютного курсу як інструменту забезпечення стабільності і зростання, а також підвищення конкурентоздатності своєї продукції створює незалежна монетарна політика центральних банків країн ВГ. Це є вагомим аргументом на користь збереження власних національних валют і відтермінування часу вступу до єврозони. Зрозуміло, що на шляху до членства у євразоні є ще об'єктивні перешкоди. Зокрема, Чеський національний банк (ЧНБ) ще не готовий відмовитися від національної валюти і перейти на євро, оскільки перешкодою є суттєва різниця у цінах на товари на внутрішньому ринку та у країнах євразони (60% від цін євразони), а також різниця у доходах домогосподарств¹¹². Такі перешкоди існують і в інших країнах.

Наявність незалежної монетарної політики та власної національної валюти – чеської крони створили та продовжують створювати додаткові стимули для Чехії. Адже політика валютного курсу – не просто тактичні заходи, спрямовані на досягнення балансу між внутрішніми і світовими цінами, а й стратегічний маневр для визначення такої курсової динаміки, яка б дозволяла протягом певного часу просувати на світові ринки різноманітні товари з високою часткою доданої вартості.

Стимулюючий конкурентоспроможність валютний курс розглядається як важливий компонент динамічного зростання виробництва і зайнятості в країнах, що розвиваються. Він дозволяє вітчизняним виробникам отримати вигоду від швидкого зростання міжнародної торгівлі та сприяє залученню ПІІ. Зокрема, для підвищення конкурентоспроможності чеських товарів на міжнародному ринку ЧНБ з грудня 2013р. на постійній основі здійснював заходи щодо ослаблення національної валюти (з 24 до 28 крон за €1) і підтримання її заниженого курсу через використання валютних інтервенцій. Як результат – стрімке зростання експорту та зайнятості. У 2016р. інтервенції продовжувалися і середньорічний курс складав 27,03/€1 (у 2015р. – 27,28/€1).

Використавши можливості заниженого валютного курсу і дотримуючись зобов'язань щодо введення більш жорсткого інфляційного таргетування, ЧНБ у квітні 2017р. перестав проводити інтервенції і чеська крона почала зміцнюватися. Зокрема, на кінець 2017р. крона відносно євро коштувала 26,3, а на кінець 2018 р. – 25,6. ЧНБ прогнозує, що у 2019р. крона зміцніє до показника 24,7/€1, а у 2020р. – до 24,2/€1¹¹³.

¹¹² Чехія об'явила о готовності вступить в євразону. – <https://korrespondent.net/business/financial/3864340-chekhyia-obiavyla-o-hotovnosti-vstupyt-v-evrazonu>.

¹¹³ Czech National Bank. –

З теоретичної точки зору, стимулюючий розвиток може здійснювати як завищений курс валюти, так і занижений – вся справа у тому, на якому етапі розвитку знаходиться країна і яке співвідношення між її експортом та імпортом.

Інформація, наведена у таблиці «Платіжний баланс Чеської республіки»¹¹⁴, свідчить про те, що ревальвація чеської крони відносно євро не вплинула на експорт продукції у 2017р. Завищення курсу дещо сприяло зростанню імпорту, лівова частка якого припадає на машини, обладнання і транспортні засоби. Тому від ревальвації крони виграють виробники, а не споживачі.

Платіжний баланс Чеської республіки,
2013-2017рр., \$ млн.

	2013	2014	2015	2016	2017	III кв. 2018
Рахунок поточних операцій	-1 167,3	574,1	259,5	3 200,6	1 900,9	1 022,8
Товари: сальдо	8 449,8	10 577,9	7 552,3	10 097,2	10 349,9	8 685,0
експорт	136 061,0	143 988,1	127 407,6	130 259,9	148 050,0	119 995,0
імпорт	127 611,2	133 410,2	119 855,3	120 162,7	137 701,0	111 310,1
Послуги: сальдо	109,9	2 679,8	3 154,6	4 392,3	5 357,3	4 321,0
Первинні доходи: сальдо	-12 666,7	-12 335,7	-10 428,3	-10 203,8	-11 740,4	-9 939,7
Вторинні доходи: сальдо	-512,0	-347,9	-19,1	-1 085,1	-2 065,9	-2 043,4
Рахунок операцій з капіталом	4 268,9	1 562,6	4 116,8	2 213,8	2 135,7	198,5
Рахунок фінансових операцій	3 509,2	3 191,5	6 930,6	4 907,9	4 684,7	1 035,4

Переваги у наявності власної національної валюти також отримала і Польща. За період проведення реформ курсова політика Польщі «пройшла» через всі режими – від фіксованого курсу злотого до його вільного плавання. Припинення валютних інтервенцій з моменту запровадження ІТ призвело до помітного посилення злотого, але це не мало руйнівних наслідків вже зміцнілої економіки. Девальвація польської національної валюти спостерігалася під час кризи 2008-2009рр. (злотий девальвував приблизно на 35%), однак це не позначилося на темпах зростання реального ВВП (див. таблицю вище «Реальний ВВП»).

Аналіз показників платіжного балансу Польщі, що наведені у таблиці «Платіжний баланс Польщі»¹¹⁵, демонструють, що знецінення злотого не вплинуло на покращення рахунку поточних операцій протягом 2010-2014рр. Від'ємне сальдо було сформовано за рахунок перевищення імпорту над експортом та негативним сальдо первинних та вторинних доходів. Однак, починаючи з 2015р., експорт почав перевищувати імпорт, а позитивне сальдо послуг зросло майже вдвічі у 2017р. Можна

https://www.cnb.cz/en/monetary_policy/inflation_reports/2018/2018_IV/zoi_2018_IV_charts.html.

¹¹⁴ Czech National Bank. –

https://www.cnb.cz/en/statistics/bop_stat/bop_q/index.html.

¹¹⁵ Narodowy Bank Polski. –

<https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/wstepne/wstepne.html>.

припустити, що девальваційний ефект злого проявився у довгостроковій перспективі.

**Платіжний баланс Польщі,
2010-2017рр., \$ млн.**

	2010	2014	2015	2016	2017
Рахунок поточних операцій	-25 875	-11 444	-2 932	-1 369	1 584
Товари: сальдо	-14 498	-4 291	2 464	3 263	873
експорт	156 540	210 628	191 023	196 340	224 538
імпорт	171 038	214 919	188 559	193 077	223 665
Послуги: сальдо	4 364	12 046	12 113	15 582	21 035
Первинні доходи: сальдо	-15 623	-18 649	-16 559	-16 680	-20 218
Вторинні доходи: сальдо	-118	-550	-950	-1 534	-106
Рахунок операцій з капіталом	8 611	13 305	11 331	4 884	6 805
Рахунок операцій з фінансовими інструментами	-31 014	-6 351	1 519	-551	1 473

Після кризи тенденція зміцнення злого до євро та американського долара відновилася. У 2017-2018рр. курс злого до євро практично не змінився, а до долара – зміцнився приблизно на 13%, експорт національних товаровиробників продовжував зростати (таблиця «Платіжний баланс Польщі»).

Аналіз показників рахунку поточних операцій платіжних балансів засвідчує, що країни ВГ є експортно-орієнтованими, а їх економіка є надзвичайно відкритою. Особливо це стосується Угорщини (таблиця «Показники зовнішньої торгівлі Угорщини»¹¹⁶), в якій відношення експорту до ВВП складає понад 90%, що значно вище середнього показника ЄС та країн ВГ¹¹⁷. Це означає, що помітною рушійною силою зростання ВВП країн ВГ стало зростання обсягів їх експорту, який стимулювався у тому числі і курсовою політикою.

**Показники зовнішньої торгівлі Угорщини,
2015-2016рр.**

	2015	2016	
	млрд. форинтів	млрд. форинтів	% до попереднього року
Оборот	63 755,3	65 937,1	103,4
Експорт	34 103,4	35 608,3	104,4
Імпорт	29 651,9	30 328,8	102,3
Сальдо	4 451,5	52 799,5	118,6

Румунія – країна, в якій результати проведення монетарної політики, та її економічної в цілому, можна віднести до одних з найслабших серед країн ЦСЄ. Економічне зростання та зниження рівня інфляції почалося лише з 2000р. Румунія так само для макроекономічної стабілізації, підвищення

¹¹⁶ Magyar Nemzeti Bank. – <https://www.mnb.hu/en/statistics/information-for-data-suppliers/balance-of-payments-data-collection-system>.

¹¹⁷ Надь Э., Тенгей В. Внешние и внутренние факторы инфляции: опыт Венгрии. / Деньги и кредит, 2018, №3, с.49-64.

інвестиційної привабливості та конкурентоздатності вітчизняних товарів використовувала курсову політику, яку можна охарактеризувати як «кероване плавання». Це дозволило утримувати стабільним валютний курс лея протягом тривалого часу. При цьому до вступу у ЄС Румунія, на відміну від країн ВГ, у своїй курсовій політиці більше орієнтувалася на американський долар, ніж на євро.

У теперішній час режим обмінного курсу лея залишився незмінним – «кероване плавання», що відповідає цільовим показникам інфляції, обраної у якості номінального якоря для грошово-кредитної політики і дозволяє гнучко реагувати на непередбачувані шоки, які можуть негативно вплинути на економіку¹¹⁸.

Між тим, сьогодні Румунія знаходиться на першому місці в об'єднаній Європі за темпами економічного зростання. Інформація, наведена у таблиці «Реальний ВВП», вказує, що за прогнозами МВФ, показник реального ВВП Румунії у 2018р. зростає на 5,1%, а у 2019р. – на 3,5%, що є вищим показником порівняно з країнами ВГ та й всієї Європи.

Разом з тим, аналіз показників платіжного балансу Румунії, наведених у таблиці «Платіжний баланс Румунії»¹¹⁹, свідчить, що країна протягом 2013-2017рр. мала від'ємне сальдо рахунку поточних операцій, що характеризує тенденцію перевищення обсягів імпорту товарів над їх експортом.

**Платіжний баланс Румунії,
2013-2017рр., € млн.**

	2013	2014	2015	2016	2017
Рахунок поточних операцій	-1 539	-1 012	-1 972	-3 549	-5 970
Товари: сальдо	-5 816	-6 537	-7 788	-9 305	-12 183
Послуги: сальдо	4 703	5 868	6 794	7 723	8 210
Первинні доходи: сальдо	-3 112	-2 029	-3 773	-4 467	-2 532
Вторинні доходи: сальдо	2 686	1 686	2 795	2 500	2 641
Рахунок операцій з капіталом	3 038	3 954	3 901	4 260	2 216
Рахунок фінансових операцій	1 673	3 068	2 280	1 551	-3 188

Це означає, що економіка Румунії, як і країн ВГ, розвивається завдяки припливу іноземних інвестицій, особливо у нафто-газову промисловість, енергетику, виробництво чорних металів та випуск легкових автомобілів. Маючи в своєму розпорядженні істотні фінансові ресурси, іноземні власники здійснюють модернізацію (завозять технології та устаткування) з урахуванням потреб європейського ринку.

Іншим потужним фактором зростання економіки Румунії є стимулювання внутрішнього споживання, яке у 2017р. досягло найвищого показника за десятиліття, тобто з моменту вступу країни в Євросоюз у 2007р. Це відбулося завдяки зниженню податків (ПДВ знизили з 24% до 19%,

¹¹⁸ Banca Nationala a Romaniel. – <http://www.bnro.ro/Home.aspx>.

¹¹⁹ Balance of Payments. – <http://www.bnr.ro/PublicationDocuments.aspx?icid=6881>.

що стало сильним стимулом для зростання споживання) та підвищення заробітної плати – за останні чотири роки уряд подвоїв мінімальний розмір оплати праці¹²⁰.

Отже, можна зробити висновок про те, що досягнення макроекономічної стабілізації у країнах ВГ і Румунії та подальше зростання економіки досягалося заходами монетарної політики, серед яких ключовими були спочатку ефективна курсова політика, яка ґрунтувалася на збільшенні гнучкості валютного курсу національних грошових одиниць, а потім – ІТ. Це створило умови для припливу ПІІ, зростання ВВП за рахунок нарощування обсягів експорту, а також підвищення конкурентоздатності вітчизняних товарів на зовнішніх ринках.

Ефективність курсової політики забезпечувалася ліберальним валютним регулюванням. Діючі системи валютного регулювання в країнах ВГ та Румунії приведені у відповідність до встановлених норм і правил Європейського Союзу. Це означає, що в країнах відсутні обмеження на ввезення та вивезення іноземної валюти, її купівлі та продажу, а також зберігання на банківських рахунках.

Фізичні та юридичні особи мають право відкривати банківські рахунки в національній та іноземній валюті в будь-яких банках світу без отримання ліцензій від центральних банків. Так само іноземні особи мають право утримувати будь-яку валюту в банках, що знаходяться на території зазначених країн.

Разом з тим, у країнах використовують заходи, що відповідають принципам ЄС та спрямовані на боротьбу з відмиванням доходів та ухиленням від сплати податків. Зокрема, в кожній окремій країні існують норми законів, які зобов'язують всі фінансові установи, що здійснюють операції з готівкою, повідомляти органи, які контролюють процес «відмивання» грошей, про: перевищення встановленого чинним законодавством порогу суми для операцій з готівкою; міжнародні, в тому числі й електронні, грошові перекази; операції з валютою, що викликають підозри. Крім того, в країнах, що розглядаються, відсутні вимоги щодо обов'язкового продажу валютної виручки. Резиденти мають право списувати зі свого валютного рахунку валюту, отриману законним шляхом і використовувати її без будь-яких обмежень. При збереженні національних валют у якості платіжного засобу на територіях країн, центральні банки є відповідальними за валютне регулювання та валютний контроль, а також здійснюють валютну політику обмінного курсу з врахуванням інтересів усіх країн-членів ЄС.

Курсова політика України з початку проведення ринкових реформ так само зазнала багато режимів і була спрямована на досягнення макроекономічної стабілізації. З вільного плавання у 1992р. був здійснений перехід до фіксованого курсу, далі – до курсового коридору та регульованого валютного курсу і у підсумку – до гнучкого курсу, який на сьогодні має «кероване плавання». Під час такої довгої історії процесу курсоутворення гривні, країна пережила три девальваційних шоки –

¹²⁰ В Европе может появиться новый тигр. – <http://expert.ru/2017/10/23/v-evrope-mozhet-poyavitsya-novyy-tigr/>.

у 1998-1999рр., 2008-2009рр. та 2014-2015рр., які суттєво вплинули на макроекономічну стабільність.

Занижений курс гривні після першого девальваційного шоку на фоні зростання цін на світових товарних ринках сприяв пожвавленню економіки та зростанню ВВП за рахунок нарощування обсягів експорту. Починаючи з 1999р. і до 2007р. включно, сальдо рахунку поточних операцій було позитивним, а частка експорту у ВВП за ці роки у середньому складала 54,3%.

Однак, девальвація гривні не призвела до структурної перебудови економіки. Навпаки, девальвована гривня та високі ціни сприяли формуванню деформацій у вітчизняному виробництві, а з часом і у структурі вітчизняного експорту, так як стимулювали розвиток галузей з виробництва товарів з низькою часткою доданої вартості, тобто сировини (таблиця «Товарна структура експорту України»¹²¹).

Товарна структура експорту України,
2005р., 2017-2018рр, % загального

	2005	2017 Січ.-лист.	2018 Січ.-лист.
Продовольчі товари та сировина для їх виробництва	12,3	44,9	42,5
Мінеральні продукти	12,5	8,9	9,0
Продукція хімічної та пов'язаних з нею галузей промисловості	11,1	5,0	5,5
Деревина та вироби з неї	2,8	2,2	4,7
Промислові вироби	3,5	1,5	1,5
Чорні й кольорові метали та вироби з них	40,1	24,8	26,6
Машини, устаткування, транспортні засоби та прилади	13,2	7,0	6,9
Різне	4,4	3,6	3,3
Усього	100	100	100

Незважаючи на макроекономічну стабілізацію та зростання ВВП упродовж 1999-2007рр., великого притоку ПІІ в економіку України не спостерігалось. Недосконале податкове законодавство, обмеження на вільний рух капіталу, порушення прав приватної власності та корумпованість державних органів влади і місцевого самоврядування, непрозорість ведення вітчизняного бізнесу стримували іноземних інвесторів вкладати ресурси. Також не сприяв притоку ПІІ уклад, що сформувався в Україні. Як у вказані роки, так і сьогодні, економіка країни представлена великими олігархічно-монополістичними корпораціями, неефективними державними підприємствами та середнім і малим бізнесом, частка якого є значно меншою, ніж у країнах ВГ.

У країні реалізовувалась політика регульованого валютного курсу де-юре і фіксованого де-факто (з квітня 2005р. по грудень 2007р. офіційний

¹²¹ Тут і далі, якщо не вказано інше, використані дані: Платіжний баланс України, https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?showHidden=1&art_id=65613&cat_id=44446 (випуски різних років).

номінальний курс гривні не змінювався і складав 5,050 грн./\$1). Певну позитивну роль у забезпеченні макроекономічної стабільності та передбачуваності розвитку бізнесу така політика зіграла. Однак в ті часи непомірне розширення приватної заборгованості (вітчизняні банки отримували іноземні кредити під вигідні відсотки) надавало оптимізму уряду та НБУ у проведенні курсової політики. Поки кредити і борги розширювалися, виробництво зростало, а крах кредитної надбудови під час кризи 2008-2009рр. «придушив» виробництво і тому девальвація гривні під час світової фінансової кризи практично не дала позитивного ефекту вітчизняній економіці.

За такої курсової політики вітчизняні товари поступово втрачали свою конкурентоздатність на фоні розширення імпорту. Вартісний обсяг експорту зростав, а фізичний не встигав за зростанням імпорту, який протягом 1999-2008рр. зріс у 5,5 рази. Так як обсяг імпорту машин та устаткування у загальній структурі складає в середньому близько 30% (таблиця «Товарна структура імпорту України»), то не можна стверджувати, що вигоду отримало вітчизняне виробництво. Крім цього, порівняння показників товарної структури імпорту за вказані у наведеній таблиці роки свідчить про її консервативність незалежно від стану економіки.

**Товарна структура імпорту України,
2005-2008рр. і 2017-2018 рр., % загального**

	2005	2007	2008	2017 Січ.-лист.	2018 Січ.-лист.
Продовольчі товари та сировина для їх виробництва	7,4	6,8	7,7	8,5	8,7
Мінеральні продукти	29,0	25,3	27,4	24,3	24,6
Продукція хімічної та пов'язаних з нею галузей промисловості	14,6	15,0	14,3	19,5	18,6
Деревина та вироби з неї	3,3	3,1	2,8	2,3	2,4
Промислові вироби	6,1	4,5	4,7	4,4	4,6
Чорні й кольорові метали та вироби з них	6,8	7,9	7,6	5,9	6,2
Машини, устаткування, транспортні засоби та прилади	27,8	32,7	31,8	27,3	28,1
Різне	6,0	4,7	3,7	1,8	6,9
Усього	100	100	100	100	100

Світова фінансова криза 2008-2009рр. та її негативні прояви у сфері фінансів та виробництва суттєво не вплинули на формування курсової політики. У практичній реалізації НБУ залишався обмінний курс у режимі регульованого плавання. Проте, як і у попередні роки, фактично відбулася фіксація курсу гривні у 2012-2013рр. на рівні 7,9930/\$1. Підтримка курсу здійснювалася не збільшенням надходжень валютної виручки від зовнішньої торгівлі, а інтервенціями НБУ, які за вказаний період скоротилися на \$4,130 млрд. (з \$24,546 до \$20,416 млрд.). Отже, курсова політика, яка проводилася у період 2012-2013рр., не стала стимулом для зростання економіки, так як у 2012р. реальний ВВП збільшився всього на 0,2%, а у 2013р. – 0,0%. Підтримка курсу гривні здійснювалася ціною скорочення виробництва та накопичення дисбалансів у економіці. Не відбувалося за вказаний період і суттєвого

припливу ПІІ. Так, якщо у 2012р. приплив ПІІ складав \$6,248 млрд., то у 2013р. – \$3,668 млрд. (таблиця «Прямі інвестиції в Україну»). Іноземні інвестори найбільше вкладали кошти у фінансову та страхову діяльність, оптову та роздрібну торгівлю, ремонт автотранспорту.

**Прямі інвестиції в Україну,
2010-2017рр., \$ млн.**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Інструменти участі у капіталі	5 560	6 121	6 248	3 668	712	4 003	3 550	1 934
у т.ч. % до ВВП	4,07	3,75	3,55	2,00	0,79	4,42	3,80	1,72
Боргові інструменти	945	1 086	2 153	831	-302	-1 042	-266	667

Девальвація гривні 2014р., яка стала найбільш сильною (знецінення складало 97,3% на відміну від 52,4% у 2008р. і 52,0% – у 1999р.), була спровокована внутрішніми політичними та економічними чинниками, зокрема, політичною кризою, тимчасовою втратою територій, проведенням воєнних дій (АТО), стрімким відтоком капіталу та втратою валютних резервів, а також нагромадженням дисбалансів в економіці за попередні роки і неефективною курсовою політикою.

Знецінення гривні певною мірою сприяло зменшенню негативного сальдо рахунку поточних операцій у 2014р. (таблиця «Платіжний баланс України»). Проте важко оцінити, наскільки це сальдо зменшилося в результаті саме девальвації, оскільки показники платіжного балансу розраховувалися без тимчасово втрачених територій.

**Платіжний баланс України,
2013-2017рр., \$ млн.**

	2013	2014	2015	2016	2017
Рахунок поточних операцій	-16 518	-4596	1 616	-1 340	-2 442
Товари: сальдо	-22 128	-7 128	-3 455	-6 942	-9 663
експорт	59 106	50 552	35 420	33 560	39 701
імпорт	81 234	57 680	38 875	40 502	49 364
Послуги: сальдо	6 494	2 522	1 093	489	1 019
Первинні доходи: сальдо	-3 033	-1 531	375	1 477	2 579
Вторинні доходи: сальдо	2 149	1541	3603	3 636	3623
Рахунок операцій з капіталом	-60	400	456	92	-4
Рахунок фінансових операцій	-18 601	9 111	1 223	-2 594	-5 012

В економіці України, яка все ще має високий рівень тінізації та доларизації, між знеціненням обмінного курсу гривні та інфляцією існує пряма залежність, тому після девальвації у 2014р. інфляція зросла до 43,3% у 2015р. (таблиця вище «Інфляція»). Для боротьби з інфляцією та досягнення макроекономічної стабілізації, яка б сприяла виходу економіки з кризового стану, НБУ, як вже зазначалося, обрав новий для України монетарний режим – ІТ. При цьому був здійснений перехід від політики регульованого валютного курсу до гнучкого. Практика реалізації режиму ІТ протягом 2016-2018рр. довела його ефективність, так як інфляція з 43,3% у 2015р. знизилася до 9,8% у 2018р., що сприяло макроекономічній стабілізації та створило умови для економічного зростання.

На сьогодні ІТ в Україні не є жорстким, що дозволяє коригувати визначені у *Дорожній карті НБУ* орієнтири з інфляції, а також втручатися у курсоутворення гривні у часи пікових шоків волатильності шляхом проведення валютних інтервенцій. Це, своєю чергою, дає можливість збільшувати валютні резерви, які були втрачені у 2014р. Крім цього, необхідність втручання у курсоутворення зумовлюється ще й тим, що вітчизняний експорт є сировинним, що означає залежність від світової економічної кон'юнктури, тобто суттєві коливання цін на сировинні товари здійснюють вагомий вплив на формування обмінного курсу гривні. Отже, сьогодні в Україні так само, як і в Румунії, співіснують ІТ і режим керованого плавання валютного курсу.

Макроекономічна стабілізація, зростання економіки другий рік поспіль, а також підписана Угода про асоційоване членство з ЄС та впровадження її основних положень з 1 вересня 2017р. в Україні дає підстави для оптимізму стосовно притоку ПІІ. Проте, інформація, наведена у таблиці *«Платіжний баланс України»*, показує, що у 2017р. обсяг ПІІ зменшився порівняно з попередніми роками.

Серед умов, які мотивують інвесторів вкладати кошти у закордонні ринки, є: вартість робочої сили, волатильність інфляції та обмінного курсу, рівень конкуренції, політична стабільність, різниця у рівні технологічного розвитку, стабільність макроекономічного середовища, захищеність прав власності і розвиненість інших інститутів, відкритість ринку, його розмір та потенціал зростання. Нажаль, у 2018-2019рр. однією з вагомих перешкод до притоку ПІІ є політична нестабільність. Потребує також посилення захищеності прав власності¹²².

Поки не сформується умови для притоку ПІІ, Україна може частково використати досвід Румунії щодо стимулювання внутрішнього споживання через підвищення заробітних плат. Зрозуміло, що таке підвищення повинно узгоджуватися з інфляційними орієнтирами НБУ і не перевищувати темпи зростання продуктивності праці.

Економіка України є відкритою, тому одним з основних чинників економічного зростання у середньостроковій перспективі повинен бути валютний курс. Перед переходом до ІТ відбулася суттєва девальвація гривні, про що вже говорилося, яка сформувала значний запас конкурентоспроможності для вітчизняних компаній, який необхідно зберегти. У цьому контексті зміцнення гривні у 2018р. на 1,4% не можна назвати досягненням. Для макроекономічної стабілізації – це позитив, так як НБУ збільшив свої резерви до \$20,8 млрд. Однак жорстка монетарна політика, націлена на стримування грошової пропозиції (облікова ставка НБУ дорівнює 18%), ціною якої досягнуто зміцнення гривні, не стимулює зростання економіки.

Аналіз світової практики свідчить про те, що всі приклади прориву країн, які створили «економічне диво», пов'язані з випереджаючим 2-5-кратним нарощуванням фінансової глибини економіки (рівня її насиченості грошима і фінансовими інструментами). У періоди наздоганяючої

¹²² Копыток В., Ратникова Т. Влияние политики инфляционного таргетирования на динамику прямых иностранных инвестиций. / Экономический журнал ВШЭ, 2017, Т.21, №1, с.32-65.

модернізації рівень монетизації в Японії був підвищений в 2,4 рази, в Кореї – більш ніж у 5 разів, в Сінгапурі – у 2,2, в Малайзії – у 4,2, в Індії – у 1,9 рази. Сьогодні у країн з розвинутою економікою співвідношення грошової маси та ВВП знаходиться в межах 60-80%, а тих, що ставлять за мету прискорене зростання економіки, монетизація перевищує 100%, у драйвера світової економіки Китаю показник наближається до 200%¹²³. В Україні рівень монетизації економіки у 2018 році складав 40% (у Польщі – 62%), а відношення суми банківських кредитів до ВВП – 35% (у Польщі – 75%)¹²⁴.

Прагнення України до залучення ПІІ потребує суттєвої лібералізації валютного регулювання, що означає поступове зняття обмежень на операції з купівлі-продажу іноземної валюти для потреб не тільки рахунку поточних операцій, але й операцій з капіталом і фінансових операцій, а також обмежень на вільний рух капіталу та зосередження уваги на здійсненні фінансового моніторингу. Ухвалений Закон України «Про валюту і валютні операції» створює умови для лібералізації валютного регулювання, а підзаконні акти НБУ, затверджені його Правлінням, дадуть можливість у недалекому майбутньому поступово зняти обмеження на рух капіталу.

Країна, у експорті якої переважають товари з низькою часткою доданої вартості (зерно, чорні та кольорові метали, таблиця вище «*Товарна структура експорту України*»), повинна формувати курсову динаміку, яка б дозволяла економіці легше переживати зовнішні шоки. Є декілька варіантів щодо формування такої динаміки.

Перший і найкращий варіант з точки зору підтримки стабільних і високих темпів зростання ВВП і споживання – це врівноваження платіжного балансу за допомогою припливу/відтоку капіталу, зберігаючи при цьому незмінними реальний валютний курс, валютні резерви і монетарну політику. Однак у цього варіанта є певні вади, оскільки гроші не завжди можна залучити на зовнішніх ринках, особливо у часи падіння цін та криз.

Другий варіант – нарощення обсягів валютних резервів за сприятливої цінової кон'юнктури на світових товарних ринках і витрачання їх, коли ціни на сировинні товари, що експортуються, падають, зберігаючи темпи зростання грошової маси незмінними (тобто стерилізувати грошову масу, яка збільшується через коливання резервів). За такого варіанту можна підтримувати стабільність виробництва і споживання, хоча для цього потрібно спочатку наростити обсяги валютних резервів.

Третій варіант – не залучати капітал і не витрачати резерви, коли відбувається падіння цін, а дозволяти коливанням валютного курсу врівноважувати платіжний баланс. Цей варіант є більш дорогим, оскільки передбачає зміни в реальному секторі економіки і споживанні. Щоб такий механізм боротьби з зовнішніми шоками спрацював, девальвація повинна

¹²³ Шумская С. Гроші та економічна динаміка в Україні: теорія та імперичні оцінки взаємозв'язку. – http://www.economyandsociety.in.ua/journal/11_ukr/97.pdf.

¹²⁴ Економіка України повинна зростати темпами 4-6% на рік – голова ради НБУ. – <https://news.finance.ua/ua/news/-/421392/ekonomika-ukrayiny-povynna-zrostaty-tempamy-4-6-na-rik-golova-rady-nbu>.

бути реальною, тобто призвести до зниження реального валютного курсу. Четвертий варіант – не підтримувати стабільні темпи зростання грошової маси, а при стабільному курсі дозволяти коливанням валютних резервів відбиватися на коливаннях грошової маси (відсутність стерилізації).

Найбільш реальним на сьогодні для України, на наш погляд, є другий варіант. Інформація, наведена у таблиці «Валютні резерви»¹²⁵, вказує, що країни ВГ і Румунія також йшли шляхом нарощування обсягів валютних резервів.

**Валютні резерви,
2013-2017рр., \$ млрд.**

	2013	2014	2015	2016	2017
Україна	20,416	7,533	13,300	15,539	18,808
Польща	107,800	105,700	94,750	114,329	113,279
Чеська республіка	56,220	59,150	73,500	85,725	147,976
Угорщина	38,490	44,800	39,390	25,824	28,003
Румунія	48,780	47,670	37,330	39,954	44,429

В цілому, як свідчить наше дослідження та світовий досвід, регулювання валютного курсу залишається суттєвим важелем впливу на зростання економіки в країнах, що розвиваються та дотримуються режиму ІТ. Тактика реалізації курсової політики може варіюватися залежно від завдань, які поставлені перед центральним банком (поповнення валютних резервів, зниження курсової волатильності тощо). Однак, її кінцевою метою має бути досягнення цінової стабільності та стимулювання зростання економіки.

¹²⁵ Золотовалютные резервы стран мира. – <https://nonews.co/directory/lists/countries/gold>.

Особливості монетарної політики Польщі, Румунії, Угорщини, Чехії: інструменти та механізми впливу на економічне прискорення

Анатолій ДРОБЯЗКО,
провідний науковий співробітник ДННУ «Академія фінансового управління»

Політичні і економічні події 2018р. вказують на зміну характеру міждержавних стосунків у плані збільшення національного економічного протекціонізму. Термін «торговельні війни» повернувся в лексику спікерів на провідних економічних форумах. Хід міждержавних економічних дискусій США-Китай, США-Німеччина, Велика Британія-ЄС суттєво впливає на напрями фінансових потоків на світових ринках. Ринки втратили стабільність, що відбивається на підвищенні волатильності фінансових індикаторів.

Щодо питань економічної безпеки, країни шукають відповіді в нових історичних реаліях. У цих умовах перед Україною стоять екзистенційні виклики. *З одного боку*, політика Росії, яка намагається повернути Україну в зону свого політичного та економічного впливу включно із застосуванням військової сили. *З іншого боку*, Україна має сформулювати власну економічну політику як конкурента за міжнародні інвестиції в рамках східно-європейського регіону задля знаходження свого місця в європейському просторі. Підписаних угод про зону вільної торгівлі та декларування свого проєвропейського напрямку розвитку не достатньо для залучення інвестицій у розвиток промисловості, тим більше в країну, на території якої має місце військовий конфлікт.

Розглянемо економічні процеси України через динаміку розвитку найближчих сусідів, схожих на нас за інституційною побудовою, які мають свої незалежні Центральні банки і регулюють обіг власної валюти на своїй території, але які вже є членами європейської економічної спільноти. Ключові індикатори економічного розвитку країн у 2018р. викладені у таблиці «*Основні індикатори економічної конкурентоспроможності*»¹²⁶.

Рух країни до Європейського союзу означає відкритість у торговельних відносинах, на ринку руху капіталу і трудових ресурсів, а також гармонізацію законодавчої бази, стандартів та регламентів ведення бізнесу з цивілізованими країнами. З наведеної таблиці видно, що Україна є найбільшою в регіоні країною за чисельністю населення та територією при найменшому обсязі валового національного доходу на одну особу. Для Європейського союзу Україна є зовнішньою за чисельністю населення з дуже низьким рівнем соціальних стандартів, саме це буде основним бар'єром в нашому цивілізаційному прагненні.

Аналіз основних індикаторів конкурентоспроможності за 2017-2018рр. вказує, що Україна продовжувала програвати сусідам у темпах розвитку,

¹²⁶ Складено автором на основі: Trading Economics. – <https://tradingeconomics.com/countries>,
World Development Indicators: Size of the economy. – <http://wdi.worldbank.org/table/WV.1>.

мала найменший обсяг надходжень прямих іноземних інвестицій (ПІІ), найменші темпи зростання реального валового національного продукту при найбільших темпах зростання індексу споживчих цін. Так, ВВП України за 2017р. (\$112 млрд.) є дещо менший, ніж у Угорщини (\$139 млрд.), майже вдвічі менший економіки Чехії (\$216 млрд.) та Румунії (\$212 млрд.) і в п'ятеро менший, ніж у Польщі (\$526 млрд.). Динаміка індексу споживчих цін в Україні в рази гірша, ніж у вибраній групі країн, незважаючи на те, що в останній рік – найкращий показник за останні 5 років. Ця таблиця надає відповіді, чому Україна є в першу чергу постачальником робочої сили для країн сусідів, хоча процес міграції власної робочої сили пережили і вказані країни у період відкриття своїх ринків. Якщо інвестиції в країну не йдуть, то треба шукати відповіді у якості внутрішньої економічної політики.

Основні індикатори економічної конкурентоспроможності

	Чисельність населення (млн.)	Площа країни (кв. км.)	Чисельність на 1 кв. км.	Валовий національний дохід (GNI) за 2017р. (\$млрд.)	GNI на одну особу 2017р. (\$)	GNI за паритетом купівельної спроможності (ПКС) (\$ млрд.)	GNI за ПКС на одну особу (\$)	Обсяг прямих іноземних інвестицій за 2018р. (\$ млрд.)	Річна зміна індексу споживчих цін за 2018р. (%)
Україна	44,9	603,6	77	101,5	2 390	378,1	8 900	2,4	9,8
Польща	38	312,7	124	482,5	12 710	1 060,2	27 920	7,4	1,1
Чехія	10,6	78,9	137	192,3	18 160	364,9	34 450	7,4	2
Угорщина	9,8	93	108	125,9	12 870	263,7	26 960	2,5	2,7
Румунія	19,6	238,4	85	185,2	9 970	492,6	25 150	5,2	3,3

Економічні показники розвитку наведеної таблиці також відповідають на питання, чому, скажімо, Угорщина, яка мала проблеми у зростанні своєї економіки у 2011-2013рр., так бореться за мовну ідентичність своєї національної меншини у Закарпатті, переводячи питання внутрішньої політики у зовнішньо-політичну площину. А Польща і Чехія широко відкрили двері своїх університетів для української молоді, де швидкі темпи розвитку потребують такого ж швидкого зростання якості людського капіталу. Україна на сьогодні програє економічні перегони в регіоні, і країни-сусіди черпають людський капітал на наших теренах. І хоча Україна показала зростання ВВП у 2018р., з таблиці видно, що воно явно недостатнє.

Якщо уважно проаналізувати динаміку зростання ВВП, за інформацією, що надають статистичні органи країни до світових економетричних баз даних, які є основою для інвесторів для прийняття рішення про можливість інвестування коштів в економіку країни, то в цьому конкурентному середовищі Україна виглядає не найкращим чином (таблиця «Динаміка зростання ВВП»¹²⁷).

¹²⁷ World Bank Indicators. – <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?locations=ro>.

Проаналізуємо конкурентну позицію України очима інвесторів, які отримують інформацію про динаміку розвитку країн з економічних сайтів¹²⁸, зосередившись на результатах 2018р.

Динаміка зростання ВВП

% до попереднього року

	Україна	Чехія	Польща	Угорщина	Румунія
2000	5,9	4,3	4,5	4,2	2,4
2001	9,2	2,9	1,3	3,8	5,6
2002	5,2	1,7	2,1	4,5	5,2
2003	9,5	3,6	3,6	3,8	5,5
2004	12,1	4,9	5,1	5,0	8,4
2005	2,9	6,5	3,5	4,4	4,2
2006	7,4	6,9	6,2	3,9	8,1
2007	7,7	5,6	7,0	0,4	6,8
2008	2,3	2,7	4,3	0,9	8,3
2009	-14,8	-4,8	2,8	-6,6	-5,9
2010	3,8	2,3	3,6	0,7	-2,8
2011	5,4	1,8	5,0	1,7	2,0
2012	0,2	-0,8	1,6	-1,6	2,1
2013	0,0	-0,5	1,4	2,1	3,5
2014	-6,6	2,7	3,3	4,2	3,4
2015	-9,8	5,3	3,8	3,4	3,9
2016	2,4	2,6	3,1	2,2	4,8
2017	2,5	4,3	4,8	4,0	7,3
Середнє зростання за 10 років	-1,5	1,6	3,4	1,1	2,7
Середнє зростання за 18 років	2,5	2,9	3,7	2,3	4,0

Чеська економіка у річному вимірі зростала на 2,4% в III кв. 2018р. Позитивний внесок у зростання сформовано зростанням споживчих витрат (3,1% порівняно з 3,2% у II кв.), валового аграрного продукту (3,3% порівняно з 2,9%) і державних витрат (5,3% порівняно з 2,9%). Крім того, експорт (4,5% порівняно з 3,7%) та імпорт (6,2% порівняно з 4,7%) зростали швидше, ніж у попередньому кварталі. Щоквартально сезонно скориговане зростання ВВП складало 0,6%, що менше, ніж 0,7% зростання попереднього періоду, проте краще порівняно з попередніми прогнозами у 0,4%. Щорічні усереднені темпи зростання ВВП у Чехії з 1997р. до 2018р. складають 2,5%, причому найбільший рівень 7,3% був зафіксований у II кв. 2006р., а рекордно низький рівень (зниження) - 5,6% у II кв. 2009р.

ВВП Угорщини зростав на 4,9% в річному вимірі в третьому кварталі 2018р., демонструючи темпи трохи вище від прогнозних показників у

¹²⁸ Див., зокрема: Trading Economics. – <https://tradingeconomics.com/ukraine/banks-balance-sheet>.

4,8%. Інвестиції в основний капітал збільшилися до 20% (проти 15% у II кв.), а попит домогосподарств зріс до 5,3% (проти 5,4% у II кв.). При зростанні зовнішнього попиту внесок у негативне зростання ВВП внесло зростання імпорту на 5,9% (проти 9,1% у II кв.) та зменшення темпів експорту – за попередніми даними менше 3,4% (проти 8,6% у II кв.). Щокварталу сезонно скориговані показники економіки зростали на 1,3%, що є більше, ніж 1,1% у II кв. і 1,2% відповідно до попередніх прогнозів. Щорічні темпи (усереднені) зростання ВВП в Угорщині упродовж 1996-2018рр. склали 2,45%, з максимальним рівнем 5,6% у I кв. 2000р., мінімальним (зниженням) -7,9% у II кв. 2009р.

Румунський ВВП зріс у річному вимірі на 4,4% у III кв. 2018р., що вище 4,1% у II кв. Економічне зростання в основному було обумовлено 4,6% зростання приватного споживання (5,4% в II кв.). Тим часом, державні витрати зазнали скорочення (-4% порівняно з -9% у II кв.). З іншого боку, обсяг інвестицій скоротився на 1,6%. Чисте торгівельне сальдо є негативне, зростання експорту складає 2,5%, а імпорт збільшився на 6,6%. Щоквартально сезонно скориговано економіка росла на 1,9%, порівняно з 1,5% зростання в попередньому кварталі. Щорічні усереднені темпи зростання ВВП у Румунії упродовж 1996-2018рр. склали 3,06%, при найвищому рівні 10,7% у II кв. 2008р. і найнижчому (падіння) -8,3% у II кв. 2009р.

Економіка Польщі зросла на 5,1% у річному вимірі в III кв. 2018р., темпи, як і в попередній тримісячній період, залишились без змін і не відрізняються від попередньої оцінки та очікуваннями ринку. Витрати домогосподарств зменшилися (4,5% порівняно з 4,9% у II кв.), водночас урядові інвестиції зросли (3,6% в порівняно з 3,5% у II кв.). Аграрне виробництво збільшилося на 9,9%, після зростання на 4,7% у попередній період. Темпи зростання експорту склали 4,9% (проти 7,6% у II кв.), а імпорт зростав вищими темпами – на 6,9% (проти 6,5% у II кв.). Щорічні темпи зростання ВВП у Польщі у 1995-2018рр. в середньому склали 4,18%, з досягненням максимального рівня 8,1% у IV кв. 1996р. і мінімального 0,1% у I кв. 2013р. З 1995р. Польща не мала падіння ВВП за підсумками року упродовж 23-річного періоду.

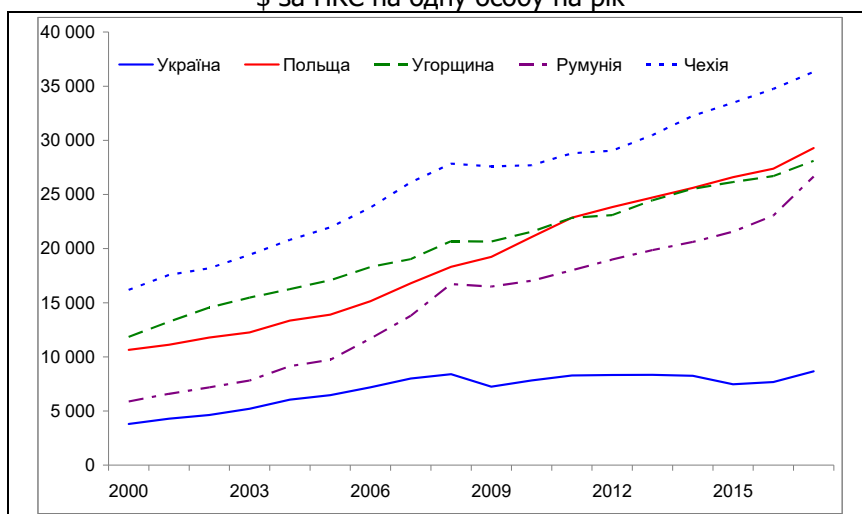
В Україні ВВП зріс на 2,8% у річному вимірі в III кв. 2018р., що є уповільненням порівняно з 3,8% у II кв., що також співвідноситься з попередніми оцінками. Аграрна галузь збільшилася на 9,7% (проти 14,2% у II кв.), а урядові витрати на -6,7% (11% у II кв.). З іншого боку, споживання зросло до 9,7% (4,2% у II кв.). Крім того, чиста торгівля має негативний внесок у зростання ВВП. Щорічні усереднені темпи зростання ВВП в Україні упродовж 2000-2018рр. склали 2,6%, при найвищому рівні 14,3% у III кв. 2004р. і рекордно низьким рівнем (падіння) -19,6% у I кв. 2009р.

Після глибокого економічного падіння у 1990-х роках, статистичні дані з почату століття для України виглядають досить пристойно, ВВП країни виросло з \$31 млрд. до \$112 млрд. Але розвиток країни в останнє десятиріччя з двома глибокими кризами гальмує цивілізаційний поступ. З наведених даних видно, що світова фінансова криза 2009р. мала негативні наслідки і в сусідніх країнах, хоча і не в таких жахливих розмірах. Польща, наприклад, у 2009р. змогла скористатися інвестиційними можливостями вкладення європейських коштів у розвиток

інфраструктури до футбольного чемпіонату 2012р., і навіть у несприятливих умовах не допустила падіння ВВП. Ясно, що економічні втрати 2014-2015рр. відкинули Україну за рівнем життя громадян на декілька років назад.

На діаграмі «Динаміка ВВП на душу населення»¹²⁹ видно, що країни спільного Європейського простору, економічні закони яких відповідають вимогам цього економічного утворення, забезпечують кращу якість життя для своїх громадян. Україна у 2018р. за рівнем доходів на одну людину не досягає польських показників 2000р., водночас Румунія за останні 17 років здійснила прорив і за рівнем життя майже наздогнала Польщу та Угорщину.

**Динаміка ВВП на душу населення,
\$ за ПКС на одну особу на рік**



Якщо порівнювати життєвий рівень Польщі, Угорщини, Румунії, Чехії, то він суттєво нижчий, ніж у Великобританії, Бельгії, Німеччини, Швейцарії. Але середні темпи розвитку наших сусідів дозволяють сподіватися на їх поступове наближення до розвинутих країн (діаграма «ВВП за ПКС і темпи економічного зростання»¹³⁰).

Для входження до Європейського союзу і євро-зону, економічна політика країни повинна відповідати ряду основних критеріїв:

- інфляція не може перевищувати усереднений рівень трьох країн ЄС з кращими показниками більше, ніж на 1,5 процентних пункти (п.п.);
- середній рівень процентних ставок за довгостроковими кредитами не може перевищувати середній показник тих же трьох країн більше, ніж на 2 п.п.;
- бюджетний дефіцит не повинен перевищувати 3% ВВП;
- загальний державний борг не повинен перевищувати 60% ВВП;
- країна повинна два роки бути членом Європейського механізму регулювання валютних курсів (*ERM-II*), тобто мати стабільний валютний ринок.

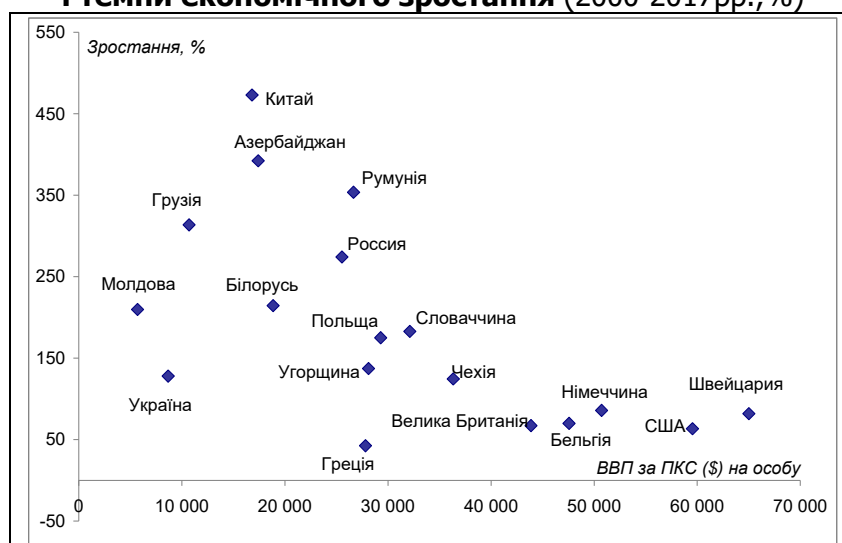
¹²⁹ World Bank Indicators. –

<https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?locations=ro>.

¹³⁰ World Bank Indicators. –

<https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.PCAP.PP.CD?end=2017&locations=RU&start=2000>.

**ВВП за ПКС (\$, 2017р.)
і темпи економічного зростання (2000-2017рр.,%)**



Співставлення економічних індикаторів України з показниками країн ЄС, що є найближчими сусідами, вказує на ступінь економічної розбалансованості нашого господарства (таблиця «Відповідність економічних індикаторів основним вимогам країн ЄС»¹³¹). Політика обмінного курсу Польщі, Чехії, Угорщини та Румунії відповідає регулюванню механізму ERM-II, що забезпечує стабільність обмінного курсу у довгостроковій перспективі. Незбалансованість бюджетних доходів та витрат регулюється через механізми запозичення ресурсів на внутрішньому та зовнішніх ринках. Ринок балансується не динамікою обмінного курсу, а грошовою пропозицією центральних органів влади.

Якщо останніми роками Україні вдалося збалансувати бюджетні доходи і витрати, не зважаючи на значні витрати на оборону та дороге обслуговування зовнішньої заборгованості, то дисбаланси у процентній політиці банківської системи суттєво відрізняють нас від країн сусідів.

**Відповідність економічних індикаторів
основним вимогам країн ЄС**

	Зміна індексу споживчих цін CPI (%)	Облікова ставка Центрального банку (%)	Рівень бюджетного дефіциту до % ВВП, 2017р.	Загальний державний борг, % ВВП, 2017р.	Середня ставка за депозитами, %	Ставка залучень за державними облігаціями 10Y, %
Україна	9,8	18,0	-1,4	71,8	9,1	-
Польща	1,1	1,5	-0,5	50,6	0,5	2,78
Чехія	2,0	0,75	1,6	34,6	0,1	1,78
Угорщина	2,7	0,9	-2,0	73,6	-0,1	2,90
Румунія	3,3	2,5	-2,9	35,0	1,5	4,94

¹³¹ Складено автором. Джерело: Trading Economics. – <https://tradingeconomics.com/countries>.

Об'єктивним показником збалансованості грошової політики є рівень ринкової банківської процентної ставки. Цей показник не піддається адміністративному регулюванню і є інтегрованим показником ризиків, які несуть банківські установи в зв'язку із зміною ціни на гроші як за обмінним курсом, так і за змінами цін споживчого ринку та ринку товаровиробників, кількістю дефолтів позичальників і можливість беззбитково в судовому порядку реалізувати права на заставу без значних збитків, а також вартості початкової ціни на гроші, яка спирається на довіру контрагентів ринку до політики грошової влади.

Поточна облікова ставка НБУ 18% виглядає дивно порівняно з 0,75-2,5% у партнерських країнах, при тому, що інфляційним таргетом в Україні була ставка 6% при допустимому коливанні $\pm 2\%$ (у країн-сусідів таргет інфляції досягається обліковою ставкою 1,5–2,5% з коливанням у межах $\pm 1\%$).

Порівнюємо якість структури грошової маси, що знаходиться у обігу (таблиця «*Стан основних грошових агрегатів*»¹³²). За міжнародними стандартами аналізу грошового обігу у різних країнах, залежно від зниження ступеня ліквідності, фінансові активи групують у грошові агрегати M0, M1, M2 та M3. 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. Грошовий агрегат M3 (грошова маса) – грошовий агрегат M2 та цінні папери, крім акцій.

Розглянемо відмінності структури грошової маси України серед вибраних для цього аналізу країн. Результати, наведені у таблиці «*Стан основних грошових агрегатів*», вказують, що відношення M0 до M1 в Україні, порівняно із вибраними країнами, тобто готівка поза банками є значно більшою у процентному відношенні. Фактично, це відношення готівки до поточних коштів, які є у населення і знаходяться на розрахункових рахунках фінансових корпорацій.

Якщо взяти до уваги, що всі країни, які розглядаються, є бівалютними, тобто мають значний обіг готівкової іноземної валюти на внутрішньому ринку, то українці мають найбільшу недовіру серед них до своєї банківської системи і значно більше тримають коштів поза банками. Найбільшу довіру до власної банківської системи мають поляки, які більше тримають гроші на поточних рахунках, ніж у готівці. Ця ж сама тенденція відбивається у співвідношенні питомої ваги готівки у грошовій масі (широких грошах).

Аналіз вказує на відносно невеликі обсяги строкових депозитів на рахунках угорських банків. Відповідь на це питання є у наведеній таблиці, де зафіксована середня від'ємна ставка за депозитними рахунками. Це зворотній бік ситуації, коли питома вага банків з іноземним капіталом превалює над місцевими банками, а також контролюють внутрішній ринок. Треба відмітити зусилля польської грошової влади, які за останній

¹³² Складено автором. Джерело: Trading Economics. – <https://tradingeconomics.com/countries>.

період значно збільшили обсяги національного капіталу на внутрішньому ринку. Оцінка монетизації економіки, співвідношення грошової маси до ВВП, а також порівняння обсягів грошової маси в обігу показують на значний відрив України від країн-сусідів. Монетизація економіки вдвічі нижча, ніж в Угорщині і Румунії, у чотири рази менша, ніж у Чехії, та у 8,5 раз, ніж у Польщі.

**Стан основних грошових агрегатів,
грудень 2018р.**

	Україна	Румунія	Польща	Угорщина	Чехія
Грошовий агрегат М0 (млн. од.)	364 753	67 805	292 145	7 256 000	566 709
Грошовий агрегат М1 (млн. од.)	624 231	235 233	1 012 354	21 645 000	3 938 166
Грошовий агрегат М2 (млн. од.)	1 224 887	381 161	1 428 234	24 846 000	4 396 288
Грошовий агрегат М3 (млн. од.)	1 276 221	381 161	1 446 094	25 360 000	4 541 098
Відношення М0 до М1 (разів)	1,71	3,47	3,47	2,98	6,95
Відношення М0 до М3 (разів)	3,50	5,62	4,95	3,50	8,01
Питома вага М0 у М3 (%)	28,58	17,79	20,20	28,61	12,48
Обмінний курс (грн. за одиницю нац. валюти)	1	6,948	7,533	0,100	1,245
Оцінка М3 у \$ млрд.	45,0	93,3	383,7	89,3	199,1
ВВП за 2017р. (\$ млрд.)	112,2	211,9	526,5	139,1	215,7
Відношення М3 до ВВП (%)	40,06	44,02	72,88	64,19	92,32
ВВП/М2 (разів)	2,60	2,27	1,39	1,56	1,12

Але це не питання до Національного банку. Це питання до фінансової системи в цілому. До розвитку фондового ринку і обігу в тому числі цінних паперів. На жаль, станом на 2019р. найпопулярнішим майданчиком для розміщення своїх цінних паперів і залучення портфельних інвестицій для українських підприємств є варшавська фондова біржа, а не ПФТС, або Українська фондова біржа. Відповідно, відношення широкіх грошей до ВВП в Україні є найменшим ніж у сусідніх країнах.

Спроби Національного банку України штучним чином підтримати монетизацію економіки без відповідного попиту на гроші з боку товарного виробництва закінчувалися поглибленням економічної кризи у 2009р. та 2014р. Незабезпечені товарним попитом гроші створювали додатковий попит на валюту на валютному ринку, країна втрачала спочатку валютні резерви, отримувала шокову девальвацію, за нею галопуючу інфляцію, що приводило до згортання виробництва, збільшення дефолтів позичальників. Далі криза переходила в банківський сектор із згортанням банківської системи.

Інституційний розвиток фінансової системи ставить на порядок денний координацію взаємодії різних гілок фінансової системи, особливо двох макрорегуляторів грошового ринку – Центрального банку і Міністерства

фінансів, а також законодавчої підтримки діяльності цих органів. Довіра до банківської системи починається з довіри до інституту Центрального банку країни і порядку формування наглядових та керівних органів, прозорості прийняття їх рішень для суспільства.

Так, наприклад, Президент Національного банку **Польщі**¹³³ (НБП) призначається Сеймом за поданням президента країни. При НБП діє Рада з монетарної політики, що складається з дев'яти членів, які порівну призначаються президентом, Сенатом та Сеймом. Ця Рада щорічно подає до Сейму засади монетарної політики, які повинні бути враховані під час формування фінансової політики в рамках проекту бюджету. Також Рада з монетарної політики готує для Сейму звіт з монетарної політики, який підлягає затвердженню Сеймом. Президент НБП Адам Глапінський (*Adam Glapiński*) є частим гостем у Сеймі. Зокрема, щороку у липні він представляє звіт про результати роботи НБП. Переважно ця подія широко висвітлюється у ЗМІ. Банк відповідає за стабільність національної валюти з інфляцією на рівні 2,5% і коливаннями у межах +/- 1%. Основними пріоритетами є монетарна політика, емісія національної валюти, розвиток платіжних систем, управління національними резервами, освіта та інформація, сервіс для Державного казначейства.

Цікава модель взаємовідносин центрального банку з парламентом склалася в **Угорщині**. Керуючий центрального банку *Magyar Nemzeti Bank* (MNB)¹³⁴ призначається президентом за згодою прем'єр-міністра. Основні функції банку Угорщини не відрізняються від польських колег. Однак невтручання парламенту Угорщини у питання призначення керуючого MNB не звільняє першу особу центрального банку від обов'язкового звіту перед депутатами. До того ж контроль за роботою MNB офіційно покладено на наглядову раду MNB, голову та членів якої призначає саме парламент. На сьогодні таргет інфляції визначений у 3%. Цікаво, що попередньою посадою керуючого центральним банком Георгій Матолкси було керівництво Міністерством економіки Угорщини.

У **Румунії** всі дев'ять членів ради директорів Національного банку призначаються парламентом¹³⁵. Тобто центральний банк автоматично через механізм призначення є підзвітним депутатам вищого представницького органу країни. Ціль інфляційного таргету визначена на рівні 2,5%. Голова Центрального банку Румунії Мугур Исареску (*Mugur Isărescu*) призначений у жовтні 2014р. терміном на 5 років, керує радою директорів банку. Ключовими керівними органами банку є Комітет з монетарної політики, комітет банківського нагляду, комітет з управління міжнародними резервами та комітет з аудиту.

У відповідності до Конституції **Чеської Республіки** та Закону про Національний банк, основною метою ЧНБ є підтримка стабільності цін, а також підтримка економічної політики уряду, якщо вторинна ціль не суперечить основній цілі¹³⁶. Основним інструментом ЧЦБ є регулювання базової процентної ставки. Після вступу Чеської Республіки в зону євро ЧЦБ відмовиться від власної грошово-кредитної політики на користь

¹³³ Narodowy Bank Polski. – <https://www.nbp.pl>.

¹³⁴ Magyar Nemzeti Bank. – <https://www.mnb.hu>.

¹³⁵ Національний банк Румунії. – <http://www.bnro.ro>.

¹³⁶ Чеський національний банк. – <https://www.cnb.cz>.

Європейського центрального банку. З березня 2014р. банком керує Іржі Руснок (*Jiří Rusnok*) строком на 6 років, який до цього займав посаду прем'єр-міністра Чеської Республіки. ЧНБ є частиною Європейської системи центральних банків, і відповідно до зобов'язань є частиною європейського фінансового нагляду, співпрацює з Європейською радою по системним ризикам та Європейським управлінням по фінансовим ринкам. Вищим органом управління ЧЦБ є правління, яке складається з двох заступників Голови банку та чотирьох членів. Правління призначається Президентом Чеської Республіки максимум на два шестирічних періодів.

Незалежність Центрального банку є передумовою ефективності використання грошових інструментів, які направлені на досягнення стабільності цін. Банк визначає кредитно-грошову політику, випускає банкноти і монети, контролює грошові потоки, платежі і розрахунки банків. Контролює банківський сектор, ринок капіталу, страхування, пенсійну систему, кредитні союзи, установи електронних грошей та обмінні пункти. Обробляє та генерує статистичну інформацію. На основі угоди з Міністерством фінансів проводить випуски державних облігацій та інвестиції на фінансові ринки згідно з бюджетними правилами. Банк забезпечує прозорість своєї діяльності у відповідних регулярних звітах¹³⁷.

Ознайомлення з органами управління фінансовими системами країн наших найближчих сусідів підтверджує, що перетворення, які були розпочаті в Україні у 2014р. є магістрально правильними. Стратегічний напрям таргетування інфляції при забезпеченні плаваючого валютного курсу відповідає європейським практикам.

Але за чотири роки просування реформ у фінансовій сфері не є достатніми. В Україні координація діяльності між державними фінансовими інституціями і фінансовими потоками не забезпечена на належному рівні. Очевидно, що тільки банківська система не в змозі забезпечити стійкість розвитку економічної системи. Потребує послідовний поступ у розбудові всіх фінансових інститутів, в першу чергу – національного фондового ринку, який має забезпечити акумуляцію інвестицій і гарантію їх повернення інвесторам у разі прийняття рішення виходу з ринку.

Наведені у статті дані наглядно демонструють низьку конкурентоспроможність України у боротьбі за залучення інвестицій на світовому фінансовому ринку. Фондовий ринок не став альтернативою банківським депозитам. У країні відсутній механізм накопичення власного інвестиційного капіталу. У дрібного інвестора, в першу чергу домогосподарств, відсутній фінансовий інструмент і ринок, куди можна відносно безпечно вкласти кошти. Права портфельного інвестора в Україні не захищені перед апетитами мажоритарного власника. Внутрішні інвестиційні можливості не мають необхідного набору фінансових інструментів для своєї реалізації.

Залучення вищим державними керівництвом країни великих стратегічних інвесторів у відповідні галузі або об'єкти є важливими, але не забезпечує

¹³⁷ Чеський національний банк. – <https://www.cnb.cz>.

необхідну для відбудови сучасної інфраструктури обсягів коштів. Необхідно створювати умови для системної монетизації економіки. Штучне збільшення Національним банком економічних агрегатів може мати зворотній бік у вибуховій девальвації обмінного курсу національної валюти.

При тих обсягах прямих іноземних інвестицій в країні відбувається подальша деіндустріалізація за рахунок старіння і прискореної амортизації основних засобів виробництва. Зменшення обсягів власного виробництва продукції машинобудування перетворює країну у сировинний придаток світової економіки. Сумарний обсяг річного експорту та імпорту товарів і послуг є співставним з ВВП країни і робить залежним рівень бюджетних надходжень від кон'юнктури цін на світових сировинних ринках.

Для виходу країни з соціально-економічної кризи і забезпечення гідного рівня життя громадянам необхідні узгоджені дії всіх інститутів державної влади. Окремі вузькопрофільні рішення та інтереси відомств часто входять у суперечність одне з іншим. Реформи, що зафіксовані у Меморандумах України з МВФ, є необхідними, щоб не провалитися у чергову фінансову кризу, але не достатніми для прискореного розвитку країни. Фінансова стійкість держави повинна гарантуватися узгодженими діями інститутів влади та інструментами державної політики. Країна повинна бути конкурентоспроможна у боротьбі за інвестиційні ресурси в умовах зростаючого економічного протекціонізму та військових загроз.

Сутність фінансової стійкості держави розкривається в її ринкових і державних механізмах, які повинні забезпечувати національні інтереси розвитку суспільства, ідентифікувати загрози, які виникають у цьому розвитку, та генерувати адекватні рішення. Розвиток фінансової системи країни повинен забезпечувати просування економічних перетворень, можливість країни зайняти гідне місце у міжнародному розподілі праці та покращити добробут суспільству.

Постсоціалістичні країни-члени ЄС: окремі особливості монетарної політики та економічної динаміки

Сергій КОРАБЛІН,
заступник директора ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України»

Сьогодні членами Євросоюзу є 11 постсоціалістичних країн. Перші вісім з них приєдналися до ЄС 1 травня 2004р. Згодом до них долучилися Болгарія й Румунія (1 січня 2007р.) та Хорватія (1 липня 2013р.).

Валютні режими. На поточний час від власних валют на користь євро відмовилися Словенія (2007р.), Словаччина (2009р.), Естонія (2011р.), Латвія (2014р.) і Литва (2015р.) (далі – ССЕЛЛ). Всі інші постсоціалістичні країни-члени ЄС (далі – ПКЧЄС) зберігають свої національні валюти, але дотримуються при цьому різних валютних режимів (таблиця «Валюта та валютні режими...»¹³⁸).

Валюта та валютні режими постсоціалістичних країн-членів ЄС

№	Країна	Вступ до ЄС	Валюта	Валютний режим	Перехід на євро	Примітки
1	Словенія	1.05.2004	Євро		1.01.2007	
2	Словаччина	1.05.2004	Євро		1.01.2009	
3	Естонія	1.05.2004	Євро		1.01.2011	
4	Латвія	1.05.2004	Євро		1.01.2014	
5	Литва	1.05.2004	Євро		1.01.2015	
6	Чехія	1.05.2004	Крона	Плаваючий		Готується до впровадження євро
7	Угорщина	1.05.2004	Форинт	Плаваючий		Готується до впровадження євро
8	Польща	1.05.2004	Злотий	Вільне плавання		Готується до впровадження євро
9	Румунія	1.01.2007	Лей	Плаваючий		Зобов'язання впровадити євро у разі готовості
10	Болгарія	1.01.2007	Лев	Currency board, євро		Зобов'язання впровадити євро у разі готовості
11	Хорватія	1.07.2013	Куна	Кероване плавання до євро		Зобов'язання впровадити євро у разі готовості

Так, Чехія, Угорщина, Польща та Румунія (далі – ЧУПР) декларують прихильність до плаваючих або вільно плаваючих валютних режимів. Проте, їхня практика не завжди відповідає цьому. Наприклад, центральний банк Чехії три з половиною роки (2013-2017рр.) утримував цільовий ліміт курсового посилення власної крони, визначивши його на

¹³⁸ Тут і далі, якщо не вказано інше, використана інформація за даними сайтів Світового банку, країн ЄС, центральних банків відповідних країн та МВФ (International Monetary Fund, Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions), 2018.

рівні 27 крон/€1. Де-факто ця політики була аналогічна курсовій політиці центрального банку Швейцарії, який значно раніше почав обмежувати укріплення власного франку шляхом цільового викупу іноземної валюти до міжнародних резервів для нівелювання негативного курсового впливу на свою національну економіку.

Угорщина ж, навпроти, під час останньої глобальної кризи захищала свій форинт від знецінення, отримавши 7,6 млрд. СПЗ від МВФ в межах дворічної програми *Stand-by* (2008-2010pp.) загальним обсягом 10,5 млрд. СПЗ. До аналогічного курсового захисту лея була змушена вдатися і Румунія, яка отримала від МВФ 10,6 млрд. СПЗ із 11,4 млрд., передбачених дворічною програмою *Stand-by* (2009-2011pp.).

Щодо Польщі, то вона востаннє позичала у МВФ у 1994-1996pp. Проте у разі гострої потреби була готова також звернутися до Фонду: з травня 2009р. по листопад 2017р. країна мала постійно відкриті Гнучкі кредитні лінії (*Flexible Credit Line*) з МВФ, для чого було укладено шість окремих угод, обсяг яких варіював від 6,5 до 22,0 млрд. СПЗ.

До такого ж потенційного захисту лея вдавалася у 2011-2015pp. і Румунія: у той час МВФ відкрив для неї дві програми *Stand-by*, загальним обсягом 3,1 та 1,8 млрд. СПЗ, відповідно. Однак цими коштами Румунія не скористалася.

Дві останні ПКЧЕС – Болгарія й Хорватія – дотримуються фіксованих валютних режимів. При цьому в Болгарії діє «*currency board*» (з 1997р.), а в Хорватії – кероване плавання. В обох випадках валютою прив'язки є євро. Проте, за спостереженням МВФ, в 2015р. Хорватія вдавалася до короткострокової прив'язки власної куни до швейцарського франка, що, ймовірно, було пов'язано з високим рівнем доларизації хорватської економіки та значним обсягом зобов'язань саме у франках.

В ЄС вважається, що Чехія, Угорщина та Польща готуються до запровадження євро, а Румунія, Болгарія та Хорватія зроблять це після формування відповідних передумов. Проте, де-факто перші три країни своїх офіційних графіків щодо відмови від власних валют ще не оприлюднювали. Що ж до другої трійці, то в її випадку може йтися про відсутність не лише таких планів, а й структурної готовності до них.

Монетарні режими. Країни з плаваючими валютними режимами (ЧУПР), дотримуються інфляційного таргетування (таблиця «*Монетарний режим та основні цілі центральних банків...*»). При цьому їх інфляційні цілі лежать у вузькому діапазоні 2-3% $\pm$ 1 в.п., який несуттєво відрізняється від цільової інфляції у 2%, визначеної для євро-зони. А відтак – і для ССЕЛЛ.

Центральні банки Болгарії та Хорватії також наголошують на своїй прихильності до цінової стабільності, проте підкреслюють, що її забезпечення досягається шляхом контролю над курсами власних валют.

Відносні розміри національних економік. За економічним розміром ПКЧЕС є неоднорідними. Серед них, якнайменш, вирізняються дві групи країн – відносно малі та більші. До першої групи відносяться економіки, що відмовилися від власних валют на користь євро (ССЕЛЛ): відносна

вага населення та ВВП в цих країнах не перевищує 1,1% та 0,6% відповідних загальних показників ЄС (таблиця «Населення та ВВП...»). Сумарна ж їх частка у населенні та ВВП Євросоюзу становить 2,7% та 1,4% (2017р.).

**Монетарний режим та основні цілі центральних банків
Чехії, Польщі, Румунії, Угорщині, Болгарії та Хорватії**

№	Країна	Монетарний режим	Інфляційна ціль	Валютний режим	Визначення цілі центрального банку
1	Чехія	Інфляційне таргетування	2% ± 1 в.п.	Плаваючий	
2	Польща	Інфляційне таргетування	2,5% ± 1 в.п.	Вільне плавання	
3	Румунія	Інфляційне таргетування	2,5% ± 1 в.п.	Плаваючий	
4	Угорщина	Інфляційне таргетування	3% ± 1 в.п.	Плаваючий	
5	Болгарія			Currency board, євро	Цінова стабільність шляхом забезпечення стабільності національної валюти
6	Хорватія			Кероване плавання до євро	Цінова стабільність шляхом забезпечення стабільності національної валюти до євро

Більші ПКЧЄС представлені країнами, що зберегли свої національні валюти (ЧУПР). При цьому населення та ВВП найменшої з них (Угорщини) у 1,8 та 1,5 рази більші за відповідні розміри найбільшої країни з групи ССЕЛЛ (Словаччина). При цьому загальна чисельність населення ЧУПР (77,9 млн. осіб, 2017р.) є співставною з чисельністю громадян найпотужнішої економіки Європи – Німеччини (82,7 млн. осіб). Проте їх сумарна вага у ВВП ЄС дорівнює лише 6,3% проти 21,3% у Німеччини.

Однак, враховуючи яскраве історичне минуле та готовність цих країн взяти на себе додаткову відповідальність за своє майбутнє та всієї Європи, можна очікувати, що найближчим часом вони навряд чи відмовляться від національних валют, розглядаючи їх в якості додаткового інструменту власного суверенітету та відносної економічної незалежності.

Що ж стосується Болгарії та Хорватії, то їх незначна вага у загальному ВВП ЄС (по 0,3%) залишає мало простору для аналогічних сподівань. Внаслідок чого, вони, скоріш за все, виявлять готовність до запровадження євро, як тільки до цього будуть готовими лідери ЄС та зони євро.

Населення та ВВП постсоціалістичних країн-членів ЄС у 2017р.

Країна	Населення			ВВП (доларовий еквівалент, поточні ціни)	
	чисельність, млн. осіб	частка в ЄС, %	приріст у 2011-2017рр., %	обсяг, \$ млрд.	частка в ЄС, %
Країни з власною валютою, плаваючий режим (ЧУПР)					
Чехія	10,6	2,1	1,1	215,7	1,2
Угорщина	9,8	1,9	-2,2	139,1	0,8
Польща	38	7,4	-0,2	526,5	3
Румунія	19,6	3,8	-3,3	211,9	1,2
Всього	77,9	15,2		1093,2	6,3
Країни-члени євро-зони (ССЕЛЛ)					
Естонія	1,3	0,3	-1,2	25,9	0,1
Латвія	1,9	0,4	-7,5	30,3	0,2
Литва	2,8	0,6	-8,7	47,2	0,3
Словаччина	5,4	1,1	0,9	95,8	0,6
Словенія	2,1	0,4	0,9	48,8	0,3
Всього	13,6	2,7		247,9	1,4
Країни з власною валютою, режими валютної прив'язки					
Хорватія	4,1	0,8	-6,6	55,2	0,3
Болгарія	7,1	1,4	-4,3	58,2	0,3

Окремі аспекти зовнішньоекономічної діяльності. З точки зору зовнішньої торгівлі, всі ПКЧЄС є відкритими економіками. Середнє річне відношення їх експорту товарів та послуг до ВВП упродовж 2011-2017рр. перевищувало 68%. Наведене, безумовно, є результатом не лише відносного розміру цих країн, а й прямого наслідку їх інтеграції до потужного європейського ринку. Причому в ряді випадків можна спостерігати майже «розчинення» національного виробництва у цих інтеграційних зв'язках, адже відношення експорту до ВВП в Латвії становило 60,2%, Словенії – 75,8%, Литві – 79,1%, Чехії – 78,1%, Естонії – 82,1%, Угорщині – 88%, а в Словаччині – 92,3% (таблиця «Середньорічні значення окремих зовнішньоекономічних показників»).

При цьому зовнішня торгівля упродовж 2011-2017рр. практично у всіх країнах була прибутковою (за виключенням Латвії та Румунії). Проте така наявність додатного чистого експорту спостерігалася не завжди. Так, у 2000-2007рр. у всіх ПКЧЄС (крім Чехії) загальний баланс зовнішньої торгівлі був від'ємним, а в 2008-2010рр. він був додатним лише у Чехії, Угорщині, Естонії та Словенії.

Водночас, у всіх ПКЧЄС понад десятиліття (2000-2010рр.) спостерігався від'ємний баланс поточного рахунку. Однак у 2011-2017рр. він став додатним в Угорщині, Естонії, Словенії, Хорватії та Болгарії.

Наведене певною мірою можна пояснити «підтягуванням» всіх зазначених країн до економічних євро-стандартів з відповідним активним залученням інвестиційних товарів, кредитів та капіталовкладень з країн-донорів ЄС, що могло негативно впливати на показники чистого експорту

та поточного рахунку. Таке припущення частково підтверджує відношення чистих прямих іноземних інвестицій (ПІІ) до ВВП, середнє значення якого по всіх ПКЧЄС становило у 2000-2007рр. 7,0%, у 2008-2010рр. – 4,8% і 3,5% – у 2011-2017рр.

Середньорічні значення окремих зовнішньоекономічних показників, 2011-2017рр., %ВВП

Країна	Експорт товарів та послуг	Чистий експорт товарів та послуг	Чисті прямі іноземні інвестиції	Перекази працюючих із-за кордону	Примітка: безробіття*
<i>Країни з власною валютою, плаваючий режим (ЧУПР)</i>					
Чехія	78,1	5,9	3,5	1,2	5,5
Угорщина	88,0	7,6	9,0	3,2	8,0
Польща	48,1	1,7	2,5	1,4	8,2
Румунія	39,9	-2,3	2,2	1,4	6,5
Середнє	63,5	3,2	4,3	1,8	7,1
<i>Країни-члени зони євро (СЄЛЛ)</i>					
Естонія	82,1	3,6	4,4	2,0	8,1
Латвія	60,2	-2,2	3,3	4,9	11,7
Литва	79,1	0,6	2,1	3,7	10,8
Словаччина	92,3	2,7	3,0	2,2	12,0
Словенія	75,8	6,6	1,9	0,8	8,6
Середнє	77,9	2,3	2,9	2,7	10,3
<i>Країни з власною валютою, режими валютної прив'язки</i>					
Хорватія	45,4	1,4	3,0	3,9	14,9
Болгарія	63,6	0,6	3,5	3,0	10,1
Середнє, всього (11)	68,4	2,4	3,5	2,5	9,5
<i>Довідково:</i>					
ЄС	42,8	2,7	3,9	0,6	9,5
Світ	30,9	0,9	2,8	0,7	5,5
Німеччина	46,0	6,8	1,7	0,4	4,8
Україна	48,4	-6,5	3,1	7,2	8,5

* У відсотках до чисельності робочої сили, за методологію Міжнародної організації праці (ILO).

Проте, це – хоча і важлива, але лише частина їх загальної історії. Адже в ПКЧЄС спостерігається зростання переказів від трудових мігрантів: від 1,8% ВВП у 2000-2007рр. до 2,5% – у 2011-2017рр. Причому в трьох країнах – Латвія, Литва і Хорватія – обсяг цих переказів у 2011-2017рр. фактично у 1,5 рази перевищував обсяг чистих ПІІ.

Цей факт є тим більш вражаючим, що практично у всіх ПКЧЄС (за виключенням Чехії та Румунії) у 2011-2017рр. спостерігався наочно високий середній рівень безробіття – від 8,0% в Угорщині до 14,9% в

Хорватії. Водночас в ПКЧЄС зменшувалася чисельність населення (крім Чехії, Словаччини та Словенії). При цьому, його скорочення протягом 2011-2017рр. сягнуло 4,3% у Болгарії, 6,6% – у Хорватії, 7,5% – Латвії та 8,7% – у Литві (таблиця вище «*Населення та ВВП...*»). Така депопуляція контрастувала навіть з показниками України, де чисельність населення у зазначений період скоротилася за офіційними показниками на 2,3%.

Отже, європейська інтеграція ПКЧЄС призвела, *з одного боку*, до їх активного вrostання в єдиний ринок товарів та послуг ЄС, а *з іншого* – супроводжувалася формуванням значного структурного безробіття, ознаками депопуляції та відтоком кваліфікованих кадрів у більш економічно розвинені країни Євросоюзу.

Окремі структурні показники. Галузева структура національного виробництва ПКЧЄС має певні особливості. Зокрема, в структурі їх ВВП спостерігається підвищена вага доданої вартості, виробленої в сільському господарстві (таблиця «*Середньорічні значення окремих структурних показників*»). Так, у 2011-2017рр. ця частка (3,3%) більше, ніж удвічі перевищувала відповідний показник по всьому ЄС (1,5%), а в окремих випадках (Румунія та Болгарія) – навіть утричі.

Для ПКЧЄС також характерні й більш високі рентні доходи від використання природних ресурсів. Причому найвищими вони були, знов таки, в Румунії та Болгарії.

Водночас, вага промислового виробництва ПКЧЄС у структурі їх ВВП (17,1%) була у 2011-2017рр. більшою за середній показник по ЄС (14,1%). Причому в економічно великих країнах з гнучкими валютними режимами (ЧУПР), частка промисловості становила 20,2% ВВП, що фактично відповідало показнику Німеччини (20,5% ВВП). Прикметно, що останній був навіть нижче, ніж в Чехії (23,4%) та Румунії (21%).

На цьому тлі варто відзначити високу частку доданої вартості при виробництві машин та транспортного обладнання у промисловості Німеччини (41,1%). Це є свідченням спеціалізації німецьких промисловців на виготовленні більш дорогої продукції з високим ступенем кінцевої готовності. В ПКЧЄС з гнучкими валютними режимами (ЧУПР) та тих, що приєдналися до зони євро (ССЕЛЛ), наведений показник був значно меншим – 32,4% та 20,6%, відповідно. Але в Угорщині у 2011-2013рр. він був вищим (42,2%), ніж у Німеччині.

Отже, якщо показники структурного безробіття, часткової депопуляції та трудової міграції, що спостерігаються у ПКЧЄС, свідчать про непростий процес їх економічної та соціальної євроінтеграції, то структура промислового виробництва вказує також на наявність пов'язаних з нею серйозних можливостей. Причому складається враження, що цими можливостями в більшій мірі користуються економічно потужніші та промислово розвинутіші ПКЧЄС, які продовжують спиратися на власні національні валюти (ЧУПР).

Валове нагромадження основного капіталу в структурі ВВП ПКЧЄС (21,6%) хоча і перевищувало у 2011-2017рр. середні показники ЄС (19,6%), проте залишалося нижче середньосвітових (23,4%). При цьому

навіть у лідерів нагромадження основного капіталу Чехії (25,6%) та Естонії (25,2%) його рівень, за міжнародними співставленнями, не виглядав занадто вражаючим.

Однак, у 2000-2010рр. ситуація була іншою – середній рівень нагромадження основного капіталу в ПКЧЄС був на 3-4 в.п. вищим, ніж посткризові показники, а в тій же Чехії та Естонії він сягав 28-29% та 32%, відповідно.

**Середньорічні значення окремих структурних показників,
2011-2017рр.**

Країна	С/г, додана вартість, % ВВП	Промисловість, додана вартість, % ВВП	Машини та транспортне обладнання, додана вартість*	Рента від природних ресурсів, % ВВП **	Валове нагромадження основного капіталу, % ВВП	Кредити приватному сектору, % ВВП	NPL***
Країни з власною валютою, плаваючий режим (ЧУПР)							
Чехія	2,3	23,4	33,6	0,4	25,6	50,3	5,0
Угорщина	3,8	19,4	42,2	0,5	20,7	43,1	12,2
Польща	2,6	16,9	23,9	1,2	19,3	52,2	4,6
Румунія	4,8	21,0	29,7	1,7	24,8	32,3	14,0
Середнє	3,4	20,2	32,4	0,9	22,6	44,5	8,9
Країни-члени зони євро (ССЕЛЛ)							
Естонія	2,9	13,8	19,1	1,1	25,2	71,0	1,7
Латвія	3,4	11,1	11,2	1,1	21,9	61,3	7,2
Литва	3,4	17,7	12,2	0,5	18,6	43,7	9,3
Словаччина	3,4	19,5	38,5	0,3	21,9	51,6	4,9
Словенія	1,9	19,5	21,8	0,3	19,1	60,5	10,0
Середнє	3,0	16,3	20,6	0,6	21,4	57,6	6,6
Країни з власною валютою, режими валютної прив'язки							
Хорватія	3,2	12,3		0,9	19,8	65,8	14,2
Болгарія	4,4	13,7	16,8	1,9	20,4	59,5	14,8
Середнє, всього (11)	3,3	17,1	24,9	0,9	21,6	53,8	8,9
Довідково:							
ЄС	1,5	14,1		0,3	19,6	101,9	5,5
Світ	3,6	15,7		3,3	23,4	119,0	3,9
Німеччина	0,7	20,5	41,1	0,1	20,0	80,2	2,3
Україна	9,9	12,0	21,0	5,9	16,1	61,7	25,2

* 2011-2013рр., у відсотках від доданої вартості промисловості

** 2011-2016рр.

*** Непрацюючі кредити, у відсотках від загального обсягу наданих кредитів

За середнім рівнем доступності кредитів (53,8% ВВП) ПКЧЄС у 2011-2017рр. майже удвічі поступалися всьому ЄС (101,9%). При цьому «закредитованість» економічно великих країн (ЧУПР) була меншою (44,5%), ніж тих, що перейшли на євро (ССЕЛЛ, 57,6%), або Болгарії

(59,5%) та Хорватії (65,8%). Цей феномен, певною мірою, можна пояснити плаваючими валютними режимами ЧУПР, для яких властиві підвищені курсові ризики, яких вимушені уникати потенційні європейські кредитори.

Цією ж причиною можна пояснити і вищий рівень непрацюючих кредитів (NPL) у ЧУПР (8,9%), порівняно з ССЕЛЛ (6,6%), які впровадили євро. Водночас, показник NPL у Хорватії (14,2%) та Болгарії (14,8%) свідчить, що одного такого пояснення явно замало. А кількість та якість кредитної активності визначається не лише курсовими факторами.

Державний борг. Рівень державного боргу та його динаміка характеризують не лише загальний обсяг заборгованості держави, а й – значною мірою – її бюджетні дефіцити. Адже помірна та спадаюча заборгованість свідчить про контрольоване державне споживання та безпечну величину розривів між ним та бюджетними надходженнями.

У цьому відношенні привертає безумовну увагу той факт, що у 2000-2018рр. у Чехії, Естонії, Латвії, Литві, Польщі, Румунії та Словаччині рівень державного боргу ніколи не перевищував Маастрихтський критерій безпеки у 60% ВВП. У Болгарії таке перевищення востаннє спостерігалось у I кв. 2002р. У Хорватії ж і Словенії воно стало наслідком глобальної кризи 2008-2009рр., коли державні інституції були змушені перебрати на себе частину зобов'язань занадто дерегульованого ринку, надмірний обсяг яких став фактичною причиною Великої рецесії (таблиця «Державний борг до ВВП»).

На цьому тлі лише в Угорщині рівень державного боргу перевищив «червону стрічку» у 60% ВВП (I кв. 2005р.) задовго до банкрутства восени 2008р. *Lehman Brothers*, яке і спровокувало початок світової кризи.

Аналізуючи рівень державного боргу ПКЧЕС, не можна не відзначити, що на той момент він був відверто мізерним у Болгарії (13,6% ВВП), Литві (13,4%), Румунії (10,5%) і Латвії (10,4%). В Естонії ж він взагалі становив неймовірні 4,1% ВВП. Проте, не зважаючи на таку найсуворішу політику державних витрат, найбільш сильно економічна криза 2009р. вдарила саме по Естонії, Латвії й Литві, де спад виробництва становив фактично світовий антирекорд, перевищивши у всіх трьох країнах «-14%».

Після початку впровадження у 2008р. антикризових заходів зростання рівня державного боргу спостерігалось практично у всіх ПКЧЕС. Але його середній показник наприкінці III кв. 2018р. (44,5% ВВП) все рівно залишався значно нижчим ніж, наприклад, у Німеччині (61%) або Великій Британії (86,3%).

Крім того, варто також відзначити, що в країнах, які впровадили євро (ССЕЛЛ) або дотримуються фіксованого валютного режиму (Болгарія та Хорватія), державна боргова дисципліна виглядає у цілому більш суворою, ніж в країнах з плаваючими курсами власних валют (ЧУПР). Характерно, що така тенденція спостерігалась як до глобальної кризи, так і після неї, що свідчить про більш значні бюджетні обмеження, яких дотримуються ЧПКЕС з євро та фіксованими валютними режимами.

Державний борг до ВВП,
за окремими кварталами 2000-2018рр., %

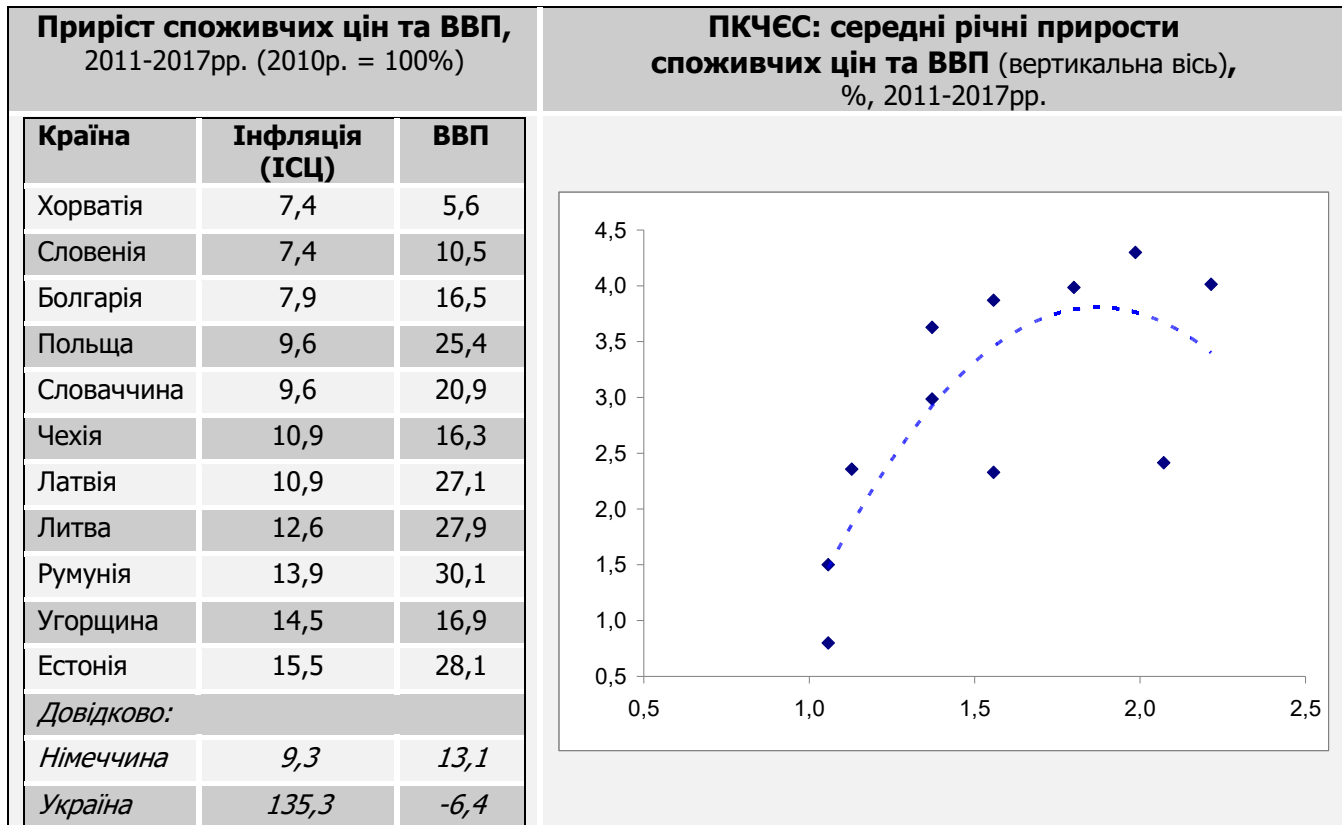
Країна	2000-Q1	2004-Q1	2008-Q3	2018-Q3
<i>Країни з власною валютою, плаваючий режим (ЧУПР)</i>				
Чехія	15,3	30,1	27,6	33,9
Угорщина	59,5	58,4	64,5	72,4
Польща	38,7	48,7	42,5	49,4
Румунія	22,3	21,2	10,5	33,9
<i>Середнє</i>	<i>34,0</i>	<i>39,6</i>	<i>36,3</i>	<i>47,4</i>
<i>Країни-члени зони євро (ССЕЛЛ)</i>				
Естонія	5,8	5,4	4,1	8
Латвія	12,7	13,4	10,4	37,1
Литва	24,4	21,9	13,4	35
Словаччина	47,8	41,3	26,7	51,5
Словенія	25,1	27,2	21,8	71
<i>Середнє</i>	<i>23,2</i>	<i>21,8</i>	<i>15,3</i>	<i>40,5</i>
<i>Країни з власною валютою, режими валютної прив'язки</i>				
Хорватія	н.д.	38,4	35,6	74,5
Болгарія	76,5	43,7	13,6	23,1
<i>Середнє (11)</i>	<i>32,8</i>	<i>31,8</i>	<i>24,6</i>	<i>44,5</i>
<i>Довідково:</i>				
<i>Німеччина</i>	<i>60</i>	<i>64,6</i>	<i>64,2</i>	<i>61</i>

Інфляція та динаміка ВВП. Достатньо жорстка бюджетна дисципліна ПКЧЕС разом із низькими показниками цільової інфляції наочно обмежують динаміку споживчих цін. Так, їх семирічний приріст у 2011-2017 рр. варіював від 7,4% у Хорватії і Словенії до 15,5% – в Естонії (таблиця «*Приріст споживчих цін та ВВП*»). Враховуючи ж, що у Німеччині, яка славиться своєю нетерпимістю до інфляції, він дорівнював у той час 9,3%, можна впевнено говорити про доволі стриману монетарну та інфляційну політику всіх ПКЧЕС.

Такий висновок становиться більш наочним, якщо перейти до аналізу середньорічних показників інфляції (ІЦЦ) за той самий період. Зокрема, дані діаграми «*ПКЧЕС: середні річні прирости...*» демонструють, що вони лежали у вузькому діапазоні від 1,1% (Хорватія, Словенія) до 2,2% (Естонія). Причому рівень інфляції близький до 1,8-2,0% відповідав максимальним темпам економічного зростання (4,0-4,3% на рік). Отже, з точки зору максимізації економічної динаміки, інфляція вище або нижче наведених значень не виглядала для ПКЧЕС надто привабливою.

Економічне зростання та фінансова допомога зі структурних та інвестиційних фондів ЄС. Висновок про можливу наявність в ПКЧЕС «оптимального» рівня інфляції заслуговує на очевидну увагу, оскільки дозволяє зв'язати характер монетарної політики з економічною динамікою

цих країн. Проте, остання виявляється критично залежною ще від одного параметру – надходження фінансової допомоги зі структурних та інвестиційних фондів (СІФ) ЄС. Причому залежність від цього чинника є такою значною, що важко сказати, які б взагалі могли бути темпи зростання ПКЧЄС за умов його миттєвого нівелювання.



Як свідчать дані таблиці «Середньорічні показники: темп приросту ВВП та розподіл безкоштовної фінансової допомоги...», упродовж семирічного періоду з 2007р. по 2013р. середні темпи щорічного приросту реального ВВП в ПКЧЄС дорівнювали 1,4%. При цьому розкид його значень становив по окремих країнах від мінімальних -0,4% (Угорщина) до 3,1% (Словаччина) і 3,7% (Польща).

Водночас, всі ПКЧЄС отримували безкоштовну фінансову допомогу із СІФ ЄС. Загальний її обсяг, передбачений до розподілу у 2007-2013рр., становив €174,8 млрд. Середня відносна вага цієї допомоги у розрахунку на одну країну становила 2,6% ВВП. По окремих економіках це фінансування варіювало від 1,6% ВВП (Словенія) до 3,5% (Угорщина).

Отже, порівняння темпів економічного зростання та фінансової допомоги з фондів ЄС дозволяє зробити висновок, що, за її відсутності у 2007-2013рр., середні прирости ВВП у ПКЧЄС могли би виявитися – у найгіршому випадку – від'ємними: «- 1,2%». При цьому щорічне зростання могли б демонструвати тільки Польща (1,0%) і Словаччина (0,8%). У всіх інших ПКЧЄС могло би спостерігатися стійке щорічне падіння ВВП – від «- 0,5%» у Болгарії до «- 3,9%» в Угорщині.

Наведений висновок здається майже неймовірним, адже динаміка 11 постсоціалістичних країн-членів ЄС, їх економічний добробут та соціальне благополуччя виявляється прямо залежними не стільки від власної економічної політики, як від надходження безкоштовної допомоги ЄС. Проте цей стан речей є добре відомим не лише у самих цих країнах, а й за їх межами. Так, восени 2016р. на цитати розійшлося визнання президентом Латвії того факту, що «як тільки в нас затримується освоєння фондів ЄС, ... відразу [відбувається] значне падіння приросту валового внутрішнього продукту.»¹³⁹

Середньорічні показники: темп приросту ВВП та розподіл безкоштовної фінансової допомоги зі структурних та інвестиційних фондів (СІФ) ЄС, 2007-2013рр.

№	Країна	Темп	Фінансова	Темп	Довідково: розподіл СІФ за		
		приросту	з СІФ до	приросту	період, млрд. євро		
		ВВП, %	ВВП, %	ВВП за мінусом фінансової допомоги, %	2007-2013	2014-2020	2014-2020 до 2007-2013, %
1	Польща	3,7	2,7	1,0	67,2	86,1	28,2
2	Словаччина	3,1	2,4	0,8	11,5	15,3	33,1
3	Румунія	2	2	0,0	19,2	30,8	60,3
4	Болгарія	1,9	2,5	-0,5	6,7	9,9	48,3
5	Литва	2	3,1	-1,1	6,8	8,4	24
6	Словенія	0,1	1,6	-1,5	4,1	3,9	-4,9
7	Чехія	0,9	2,4	-1,5	26,5	24,2	-8,8
8	Естонія	0,5	2,9	-2,4	3,4	4,5	32,2
9	Латвія	0,1	3	-2,9	4,5	5,6	23,6
10	Угорщина	-0,4	3,5	-3,9	24,9	25	0,3
11	Хорватія					10,7	
	Середнє	1,4	2,6	-1,2			
	Всього				174,8	224,4	28,4

Аналогічна ситуація спостерігається і в Естонії з Литвою¹⁴⁰, де політики та економісти стурбовані не лише такою же залежністю від СІФ ЄС, а й очікуваним виходом із Євросоюзу Великої Британії. Причому останнє занепокоєння викликане не стільки кризою європейської єдності, як неминучим зменшенням бюджету ЄС та відповідного фінансування економік-реципієнтів.

¹³⁹ Президент Латвии признал, что у страны нет экономики. – <https://korrespondent.net/business/economics/3775834-prezydent-latvyy-pryznal-cto-u-strany-net-ekonomyky>.

¹⁴⁰ В Прибалтике признали зависимость от европейских дотаций. – <https://www.rubaltic.ru/article/ekonomika-i-biznes/08112017-v-pribaltike-priznali-zavisimost-ot-evropeyskikh-dotatsiy/>.

У такому стані речей не менш важливим є й той факт, що вказана залежність ПКЧЄС від фінансування ЄС не зменшується. Відповідно до розподілу його ресурсів, передбаченим на період 2014-2020рр., загальний обсяг безкоштовної підтримки ПКЧЄС має збільшитися відносно фінансування 2007-2013рр. на 28,4%, а саме, до €224,4 млрд.

При цьому жодному реципієнту не відмовлено в цих ресурсах, а їх загальний обсяг може незначно знизитися лише для Словенії (- 4,9%) і Чехії (- 8,8%). Для всіх інших ПКЧЄС передбачено зростання допомоги із СІФ ЄС – від додаткових 0,3% для Угорщини до 60,3% у випадку Румунії. При цьому абсолютні обсяги цієї допомоги коливаються від 3,9 млрд. євро (Словенія) до 86,1 млрд. євро (Польща).

Враховуючи, що перша країна впровадила євро, а друга – зберігає власний злотий, дотримуючись плаваючого валютного режиму, можна без перебільшення стверджувати, що дієвість будь-якого валютного та монетарного режиму, застосованого ПКЧЄС, є критично залежною від обсягу безкоштовної фінансової допомоги, які вони отримують від країн-донорів в межах ЄС.

Висновки

У процесі євроінтеграції всі ПКЧЄС цілеспрямовано переорієнтували своє виробництво на вростання в ємний європейський ринок товарів та послуг. Наведене супроводжується різномірними наслідками та ефектами. Так, *з одного боку*, максимально підвищується торгівельна відкритість постсоціалістичних економік, спостерігаються стійкі надходження до них ПІІ, з'являються умови для формування профіциту зовнішньої торгівлі.

З іншого боку, структурне безробіття та нерівномірність у доходах в межах ЄС провокує відтік робочої сили з багатьох країн (Латвія, Литва, Румунія, Словенія, Хорватія, Болгарія). Причому в окремих випадках (Латвія, Литва, Хорватія, Болгарія) зазначені процеси супроводжуються фактичною депопуляцією, а перекази від працюючих за кордоном трудових мігрантів перевищують надходження чистих ПІІ (Латвія, Литва, Хорватія).

Практично для всіх ПКЧЄС характерна стримана монетарна політика, внаслідок чого в їх економіках спостерігається невисока споживча інфляція. Цьому також сприяє виважена бюджетна політика. Напередодні кризи 2008-2009рр. лише в одній країні (Угорщина) державний борг перевищував безпечний рівень у 60% ВВП, визначений Маастрихтською угодою. Всупереч тому, що найменші й тому, здавалось, найбезпечніші рівні державного боргу у той час були в Естонії, Латвії та Литві, саме їх економіки зазнали (разом з Україною) найбільшого у світі спаду в 2009р.

Економічно невеликі країни відмовилися від власних валют на користь євро (Словенія, Словаччина, Естонія, Латвія та Литва). Економічно більші країни (Чехія, Угорщина, Польща та Румунія) поки не оголошували таких намірів. Всі вони дотримуються плаваючих валютних режимів та інфляційного таргетування. Проте жодна з них не відмовляється від отримання прямої або потенційної допомоги МВФ у разі необхідності

підтримати курс власної національної валюти. Болгарія та Хорватія мають відносно невеликі економіки, зберігають курсову прив'язку власних валют до євро і, ймовірно, не відмовляться від можливості набути членства в зоні євро, як тільки з'явиться така нагода.

Поточні темпи економічного зростання в ПКЧЄС є помірними. Їх параметри критично залежать від безкоштовної фінансової допомоги, що надається ПКЧЄС зі структурних та інвестиційних фондів ЄС. Внаслідок цього ефективність монетарних та валютних режимів, що застосовуються ПКЧЄС, є об'єктивно обмеженою: важко сказати, чи спостерігалось б в них економічне зростання, якщо б ця допомога миттєво припинилася. Зазначений стан речей визнають не лише європейські економісти, а й політики.

Жодна з ПКЧЄС не відіграє вирішальної економічної ролі в ЄС. Внаслідок цього їх динаміка виявляється залежною від стану та руху ключових економік Євросоюзу, насамперед, Німеччини, Франції, Великої Британії, Італії. Саме характер економічної, фінансової, бюджетної та боргової політик цих країн разом із політикою Європейського центрального банку оказує надзвичайно великий вплив на економічне та соціальне становище ПКЧЄС. Цей факт засвідчили не лише причини останньої світової та європейської криз, а й характер протидії їм – в обох випадках вирішальні чинники формувалися значною мірою поза межами постсоціалістичних країн-членів ЄС.

Державна фінансова підтримка експорту в країнах Східної Європи: уроки для України

Борис СОБОЛЄВ,
голова Ради Українського кредитно-банківського союзу

Постановка і аналіз проблеми. Україна за 27 років незалежності перетворилася на відкриту ринкову економіку сировинного типу. Залежність торговельного, а з ним і поточного рахунку платіжного балансу від кон'юнктури на ринках 3-7 сировинних товарів призводить до його хронічного дефіциту. Баланс експорту як категорії кінцевого споживання, та імпорту не додає, а зменшує наш ВВП з 2014р.¹⁴¹ Деградація експорту, падіння в ньому доданої вартості, й надалі супроводжується прискореним зростанням імпорту.

Вступ до ГАТТ/СОТ, оперативне відкриття національного ринку численними угодами про вільну торгівлю та вимушеність постійного виконання вимог МВФ призвели до суттєвих соціально-економічних ризиків та диспропорцій. Державна підтримка національної промисловості, на яку за оцінками Міністерства економічного розвитку і торгівлі витрачається близько 8-10% ВВП¹⁴², у більшості випадків є контрпродуктивною та суперечить вимогам Угод з Європейським Союзом.

Замість усвідомленого та оперативного впровадження реформ, передбачених угодами з ЄС, влади в Україні намагаються зберегти пост-радянську, корупційну систему державного субсидування збиткових підприємств. Разом з тим, сусідні країни, нові члени ЄС (насамперед, Чехія, Словаччина, Польща) успішно реформували власні економіки та досягли суттєвих успіхів у соціально-економічному розвитку. Одним з таких напрямів стала фінансова підтримка експорту готової продукції та послуг.

Фінансова підтримка експорту є традиційним способом державного сприяння національному бізнесу. Як би на поверхні бурхливо не відбувалися дебати між традиційними неолібералами та прихильниками дирижизму, наприклад в США, між демократами та республіканцями, в основі практичної політики провідних країн світу зберігається механізм потужної державної підтримки бізнесу. Яскравим свідченням цього стала історія навколо намагання республіканських сенаторів та конгресменів заблокувати *Ексімбанк США* як офіційну Експортно-кредитну агенцію.

Втручання державних інститутів у ринкові механізми з повоєнного часу все частіше здійснювалося через стимулювання попиту. Превалювання монетаризму прослідковується як в теорії, так і на практиці. Вивчення цих процесів, аналіз причин та наслідків становить основу діяльності багатьох вчених, наукових, дослідницьких та навчальних установ.

¹⁴¹ Звіт про фінансову стабільність. Червень 2018 р., НБУ. – <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=71475860>.

¹⁴² Звіт про результати дослідження державної підтримки суб'єктів господарювання в Україні. – <http://www.eupublicprocurement.org.ua/state-aid-regulation-and-system.html>.

Підтримка власного експорту є ефективною формою стимулювання національного бізнесу на етапі реалізації товару чи послуги. На відміну від побічної дії монетарних інструментів, публічні кошти, спрямовані на убезпечення й розширення експорту, напрямую сприяють макроекономічній динаміці, зростанню зайнятості.

В Україні дані процеси вивчаються провідними вченими Національної академії наук, Київського національного університету ім. Т. Шевченка, Києво-Могилянської академії. Серйозний аналіз монетарного стимулювання попиту, зокрема в Східній Європі, здійснено науковцями Українського центру економічних і політичних досліджень ім.О.Разумкова¹⁴³.

Головним висновком наших вчених в цій галузі є тимчасовий характер впливу монетарного попиту на макроекономічну динаміку, що насамперед стосується розвинутих промислових країн. Для висхідних економік монетарне стимулювання не має однозначно позитивних наслідків, а в умовах хронічно незбалансованих публічних фінансів, нестабільності національних грошових одиниць, може мати негативний вплив.

Поряд з інструментами монетарного впливу від центрального банку закордонні країни успішно використовують пряму чи опосередковану підтримку національного бізнесу через стимулювання експорту. Національні ринки у більшості країн є обмеженими, кредитні організації діють у жорстких рамках контролю з боку влади, а зовнішні ринки у сукупності мають 7 мільярдів споживачів, великі запаси різноманітних ресурсів, недооцінені активи та слабкість контролю з боку регулятора. Проте ці ринки мають підвищені ризики, навіть такі, що можуть покриватися лише державними гарантійними механізмами.

З початку XX сторіччя в західноєвропейських країнах для гарантування ризиків у торгівлі, насамперед з ЄСР, було створено механізми і спеціалізовані установи – експортно-кредитні агентства (ЕКА). За рахунок коштів державного бюджету страхувалися та гарантувалися експортно-імпортні угоди від ризиків, притаманних нестабільним країнам. Таким чином, держава створила ефективний механізм підтримки власного бізнесу, зайнятості, розвитку експорту й експансії на більшості ринків світу. Станом на 2018р. у майже 80 країнах світу працюють власні ЕКА, а обсяг експорту, що генеровано підтримкою ЕКА, перевищує \$1 трлн., що є більше за виділені кошти Світового банку, Азійського банку та Африканського банку розвитку разом взятих¹⁴⁴.

В Україні тема державної підтримки національного виробника набула власної особливості. В умовах переходу від колоніальної, пост-комуністичної системи механізми підтримки виробника в основному були збережені. Принаймні головні форми й методи впливу держави, фінансування, фіскальні та митні привілеї, пріоритети у поверненні ПДВ, пільгові тарифи на послуги транспорту, залізниці зокрема, списання заборгованості тощо практикуються в великих обсягах до сьогодні.

¹⁴³ Політика монетарного розширення на підтримку зростання і розвитку. / Київ: Заповіт, 2016. – 116с.

¹⁴⁴ ECAs go to market. – <http://bankwatch.org/wp-content/uploads/2018/02/ECAs-go-to-markets.pdf>.

Особливо загрозовою, за даними, представленими у вказаному звіті про фінансову стабільність, є ситуація з комерційними банками з капіталом держави. Саме у портфелях цих банків найбільше негативно класифікованих активів, що з'явилися та продовжують виникати від політично заангажованих позик.

Україна ще не приступила до реформування системи державної підтримки національного виробника й експортера. Ось чому досвід східноєвропейських країн у цій сфері має бути вивчений, а зроблені висновки – покладені в основу такого реформування, на чому й зосереджена головна увага пропонованої статті.

Роль і місце ЕКА у висхідних країнах Європи та Україні. Пряме бюджетне чи квазібюджетне фінансування бізнесу через механізми державного (муніципального) замовлення є ефективним механізмом підтримки внутрішнього попиту та зайнятості. В Україні механізм публічних закупівель діє, як і по всьому світу, маючи лише серйозні бюджетні обмеження.

Країни колишнього соціалістичного табору ще з початку 1990-х років ретельно перебудували пост-соціалістичні механізми державної підтримки економіки, що базувалася на неформальних субвенціях з СРСР через обмін субсидованого палива й сировини на готову продукцію. Вступ до ЄЕС та виконання приписів конвенцій ГАТТ (пізніше СОТ) приніс свої специфічні механізми та форми, головною з яких стала система підтримки через Експортно-кредитні агентства (ЕКА).

ЕКА покривають гарантіями і убезпечують ризики при експорті капітальних товарів, як обладнання для промислових об'єктів, будівельні роботи чи об'єкти інфраструктури. ЕКА часто працюють під егідою національного міністерства фінансів. Без нього більшість кредитних ресурсів банківської системи залишалася б не використаною на ризикових ринках. ЕКА покривають ризик не конвертованості, або зміни курсу національної валюти, банкрутства імпортера-замовника, а також так звані некомерційні ризики.

Відшкодування ЕКА втраченої суми в окремих країнах світу за мінусом від 5% до 15% контракту згодом часто конвертується у зовнішній суверенний борг країни¹⁴⁵. Яким чином це відбувається?

Країна, що приймає товар, послугу, інвестицію з країни, де працює ЕКА, як правило, має з нею двосторонню угоду про взаємний захист та сприяння інвестиціям. У більшості таких угод (за даними UNCTAD, на сьогодні їх близько 2500) предметом регулювання й захисту є «права грошової вимоги, що виникли в однієї зі сторін на законних підставах».

Далі, в разі дефолту ЕКА проходить всі юридичні процедури, передбачені цивільними кодексами, і за механізмом суброгації, також виписаним у двосторонніх угодах, переносить вирішення питання заборгованості на публічно-правовий рівень. Найбільш показово даний механізм виписаний

¹⁴⁵ ECAs go to market. – <http://bankwatch.org/wp-content/uploads/2018/02/ECAs-go-to-markets.pdf>.

у статтях №2, 3 та 5 Угоди між урядами України та США про сприяння капіталовкладенням від 6 травня 1992р.¹⁴⁶

ЕКА у висхідних економіках країн-сусідів, зокрема Чехії, Хорватії, Угорщини, Польщі, Румунії та Словаччини, активно використовують набутий досвід країн-засновників ЄС¹⁴⁷. Зокрема, гарантуються фінансові та некомерційні ризики на ринках РФ, Білорусі й України, які імпортують обладнання, прилади, механізми на умовах виплати протягом терміну амортизації.

Активно використовує чеську ЕКА «EGAP» концерн «SKODA», маючи в акціонерах російський капітал. Велика кількість сучасного обладнання для енергогенеруючих компаній в колишньому СРСР була поставлена на умовах покриття ризиків на цих ринках урядовою «EGAP»¹⁴⁸.

При вирішенні питання про побудову у своїй країні системи підтримки експорту готових виробів та послуг пост-соціалістичні країни Європи мали проблему з імплементацією багатьох актів міжнародного права, які інколи мали суперечливий характер. Зокрема, йшлося про вимоги угод ГАТТ про субсидії та компенсаційні заходи 1993р. У самому тексті угоди дається досить детальний перелік заходів державної підтримки (допомоги) суб'єктам господарювання, що їй суперечать і мають викликати застосування компенсаційних заходів.

Проте до тексту Угоди 1993р. додано винятки, що дозволяють застосування певних заходів державної підтримки і тягнуть за собою санкцій. Так, зокрема долучення до Рамкової Домовленості про офіційно підтримувані експортні кредити 1978р. та долучених 6 промислових додатків виключає факти державної підтримки бізнесу з-під дії антисубсидійної угоди ГАТТ/COT.

Постсоціалістичні країни стали членами зазначеної Рамкової Домовленості, убезпечивши своїх експортерів від можливих санкцій. Усі вони створили ефективні системи ЕКА, набули членства у міжнародному об'єднанні Бернська Унія через спеціально утворений Празький клуб. Це дало можливість суттєво розширити власну фінансову базу через механізм перестраховування ризиків та контргарантій, що надаються ЕКА розвинутих країн ОЕСР.

Актуальним інструментом, який по-різному використовується у країнах з висхідною економікою та экс-СРСР, є суверенна гарантія. Наші сусіди використовують цей інструмент для просування своєї продукції на експортних ринках, а також для імпорту унікального обладнання, що потягне за собою збільшення зайнятості, підвищення продуктивності праці, екологічний ефект.

В Україні з 1992р. суверенні гарантії використовувалися головним чином для імпорту, в т.ч. імпорту під гарантійні покриття ЕКА з країн-

¹⁴⁶ Угода між Урядом України та Урядом США про сприяння капіталовкладенням, від 6 травня 1992р. – http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/840_009.

¹⁴⁷ ECAs go to market. – <http://bankwatch.org/wp-content/uploads/2018/02/ECAs-go-to-markets.pdf>.

¹⁴⁸ EGAP in numbers. – <https://www.egap.cz/en/egap-numbers>.

експортерів, чи міжнародних аналогів ЕКА, таких, як БАГІ, Багатостороннє Агентство Світового Банку з Гарантування Інвестицій (*Multilateral Investment Guarantee Agency*¹⁴⁹).

Авторові довелося власноруч запитувати представництво Світового банку в Україні стосовно адресатів та бенефіціарів гарантій, виданих БАГІ в рамках Програми співпраці Банку з Україною на 2012-2017рр. Найбільші обсяги «покриття ризиків» на операції в Україні було надано гуртовим реалізаторам люкс-моделей автомобілів «*PORSCHE*», побутової техніки «*Whirlpool*», також для західних банків на розміщені у вигляді обов'язкових резервів валютних рахунках в НБУ. Наведені приклади свідчать про відсутність порозуміння між міжнародними фінансовими організаціями (МФО) та владою України, яка на всі без винятку проекти МФО видає суверенні гарантії.

Перехід в основному на ринкові засади господарювання з другої половини 1990-х років не змінив системи державної підтримки (допомоги) суб'єктам господарювання. Велика кількість таких суб'єктів залишається у державній власності, а в банківській сфері ця власність збільшилася після націоналізації першого за капіталом та активами акціонерного банку «Приват». Наразі проблеми, утворені в балансах таких 5 комерційних банків, та банків, що ліквідуються через ФГВФО, лягли важким тягарем на Державний бюджет¹⁵⁰:

«Стаття 16. Надати право Кабінету Міністрів України у разі потреби здійснювати випуски облігацій внутрішньої державної позики понад обсяги, встановлені додатком № 2 до цього Закону, з подальшим придбанням у державну власність в обмін на такі облігації акцій додаткової емісії банків з відповідним коригуванням граничного обсягу державного боргу, визначеного цим Законом, а також інформуванням Комітету Верховної Ради України з питань бюджету у тижневий строк.

На обсяг випущених облігацій внутрішньої державної позики Міністерство фінансів України збільшує відповідні показники фінансування державного бюджету понад обсяги, затверджені у додатку № 2 до цього Закону.

Стаття 17. Надати право Кабінету Міністрів України у разі потреби здійснювати випуски облігацій внутрішньої державної позики понад обсяги, встановлені додатком № 2 до цього Закону, в обмін на такі облігації векселів, виданих Фондом гарантування вкладів фізичних осіб, з відповідним коригуванням граничного обсягу державного боргу, визначеного цим Законом.

На обсяг випущених облігацій внутрішньої державної позики Міністерство фінансів України збільшує відповідні показники фінансування державного бюджету понад обсяги, затверджені у додатку № 2 до цього Закону.»

Дані формулювання переходять з року в рік у відповідний закон про бюджет, а ситуація з об'єктами, яким держава надає величезну допомогу, не лише не покращується, але й погіршується. Про це вже сказано у вказаному Звіті НБУ про фінансову стабільність.

Наприкінці 2018р. Уряд України розпочав реалізацію Закону №1792 від 20 грудня 2016р. та створив ПрАТ «Експортно-кредитне агентство» зі статутним капіталом 200 млн. грн. Варто відзначити, що Національний банк України, не чекаючи організаційних дій відповідального міністерства,

¹⁴⁹ MIGA. – www.miga.org.

¹⁵⁰ Закон України «Про Державний бюджет України на 2019 рік». – <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2629-19>.

створив необхідні стартові умови для початку роботи ЕКА та уповноважених комерційних банків.

Зокрема йдеться про постанову №147 від 28 грудня 2017р.¹⁵¹, якою НБУ у т.ч. створив умови для виконання законодавчих вимог та функціонування ЕКА. Так, Центральний банк постановив, що уповноважений банк, що має генеральну ліцензію на здійснення валютних операцій у частині залучення та розміщення іноземної валюти на міжнародних ринках, має право надавати кредит (позику) в іноземній валюті нерезиденту лише в таких випадках:

- надання кредиту банку-нерезиденту;
- надання експортного кредиту суб'єкту господарювання-нерезиденту для придбання ним товарів/робіт/послуг українського походження за участю Експортно-кредитного агентства відповідно до Закону України «Про забезпечення масштабної експансії експорту товарів (робіт, послуг) українського походження шляхом страхування, гарантування та здешевлення кредитування експорту».

Досвід висхідних економік, насамперед, Польщі, Словаччини, Чехії, Хорватії, Словенії дають підстави прискореними темпами втілювати в Україні ринкові форми й методи підтримки національного виробника, залишаючи існуючі неефективні механізми державної підтримки, що споживають до 10% ВВП щороку.

Висновки і рекомендації. Державна фінансова підтримка бізнесу є ефективним інструментом монетарного стимулювання попиту на національну продукцію й послуги, яка дозволяє зберігати та збільшувати зайнятість, цінову й валютну стабільність, покращує структуру експорту та сприяє його розвитку. Україна має долучитися до Рамкової Домовленості щодо Офіційно Підтримуваних Експортних Кредитів 1978р. з шістьма Промисловими Додатками, а також до роботи відповідних робочих органів в Секретаріаті ОЕСР та Бернської Унії. Крім того, Уряду слід **переглянути тексти двосторонніх угод** про взаємний захист та сприяння інвестиціям, особливо з країнами ЄС, на які нині припадає понад 40% експорту.

Забезпечення роботи ПрАТ «ЕКА» з боку Уряду та Верховної Ради України є, *по-перше*, шляхом вирівнювання конкурентних умов для національного виробника з його закордонними конкурентами, що користуються підтримкою власних ЕКА, *по-друге* – реальним шляхом «розморожування» кредитних ресурсів банківської системи та їх спрямування до українського реального сектору економіки.

Пропонується внести до Закону «Бюджетний кодекс України» **постійну статтю асигнувань з щорічним лімітом суверенних гарантій** для операцій ЕКА та доходів, отриманих від використання таких гарантій.

¹⁵¹ Постанова Правління НБУ №147, від 28 грудня 2017р., «Про внесення змін до деяких нормативно-правових актів Національного банку України». – <http://ubr.ua/finances/banking-sector/natsbank-razreshil-ukrainskim-bankam-kreditovat-v-valjute-inostrantsev--3862025>.

Нова ера монетарної політики: глобальні виклики та зміна парадигми

Тетяна УНКОВСЬКА,
директор Експертно-аналітичного Центру «Оптіма»

«Парадигму потрібно розглядати не просто як нову теорію,
а як цілий світогляд, систему цінностей і спосіб мислення»
Томас Кун

Сьогодні міжнародні експертні кола – академічні вчені, аналітики, практики макрорегулювання – знаходяться у пошуку відповідей на надзвичайно складні питання глобальних фінансів і монетарної політики центральних банків щодо оптимальних стратегій виходу з режимів кількісного пом'якшення і запобігання ризиків розгортання другої хвилі глобальної кризи.

Разом з тим, у відкритій та вразливій до глобальних впливів економіці України набули небезпечного розвитку внутрішні економічні та монетарні дисбаланси, які потребують системного вирішення з урахуванням світового досвіду і потреб у активізації євроінтеграційних процесів.

Метою статті є дослідження тектонічних зрушень у монетарній політиці центральних банків розвинутих країн, окреслення новітніх ідей європейських експертів та пропозиції щодо оновлення підходів до стратегії монетарної політики в Україні.

Удар глобальної кризи 2008 року по ортодоксальним макроекономічним догмам. Глобальна фінансова криза 2008р. та подальша Велика депресія у розвинутих країнах стали потужним ударом по ортодоксальним макроекономічним догмам Вашингтонського консенсусу, канонічним стандартам щодо ролі фінансової системи і монетарної політики для розвитку економіки.

Традиційна парадигма монетарної політики побудована на поглядах, які набули характеру постулатів і не підлягали сумнівам: її головною і практично єдиною метою є забезпечення цінової стабільності (наприклад, для країн ЄС це 2%-й рівень гармонізованого індексу споживчих цін HICP у середньостроковій перспективі), а базовою умовою успіху є незалежність центрального банку від інших органів макрорегулювання. У межах такої парадигми вважалося, що фінансові ринки мають внутрішні стабілізатори, і тому фінансова стабільність повинна забезпечуватись тільки через мікропруденційні заходи (банківське регулювання і нагляд). Стійкість економічного зростання була поза периметром пильної уваги центральних банків (виключенням є ФРС, до мандату якої відноситься також сприяння високій зайнятості). Мантрою традиційного європейського центрального банкінгу було твердження: «Максимум користі, що може зробити центральний банк для економічного зростання, це забезпечити низький рівень інфляції».

Глобальна криза довела помилковість цих «постулатів» і переконала у вагомості поглядів Джона Кейнса, Хаймана Мінскі, Джозефа Стігліца, Адаіра Тернера, Чарльза Віплоша та багатьох інших відомих економістів щодо внутрішньої нестабільності фінансових ринків, а

отже існуванні парадоксів між практичними результатами монетарної політики і логікою базової парадигми:

- фінансові ринки мають внутрішні (або ендегенні) механізми дестабілізації, які потребують пильної уваги центральних банків і необхідних заходів з боку монетарної політики і макропруденційного регулювання; якщо кризові явища вже виникли на фінансових ринках, то вони руйнують трансмісійний механізм монетарної політики і блокують її ефективний вплив на ціни і економіку в цілому;
- фінансова криза потребує від центрального банку виконання функції кредитора останньої інстанції, що розмиває межу між монетарними та фіскальними заходами, провокує моральні ризики суб'єктів ринку (*moral hazard risks*) та підриває незалежність центрального банку;
- фінансовий колапс викликає потужні економічні шоки та провокує економічну рецесію, а тому арсенал центрального банку не повинен бути занадто вузьким і спрямованим тільки на цінову стабільність.

У гострих міжнародних дискусіях, які розгорнулись з 2008р., почали домінувати думки про те, що **криза зруйнувала репутацію інфляційного таргетування** як чудодійного рецепту, згідно з яким повинні діяти центральні банки. Лауреат Нобелівської премії Джозеф Стігліц опублікував статтю «Провал інфляційного таргетування»¹⁵², в якій назвав цей режим «грубим рецептом (*crude recipe*), під яким немає достатнього теоретичного обґрунтування та емпіричних доказів». Він не радив (особливо країнам, що розвиваються) застосовувати цей режим у спрощеному виконанні – підвищувати процентну ставку центрального банку у ситуації зростання інфляції безвідносно до причин цього зростання і без глибокого розуміння природи інфляції, наявної в країні.

Екс-Голова Банку Англії Мервін Кінг називав тих центральних банкірів, які турбувались виключно про досягнення інфляційного таргету і необережно використовували підвищення процентних ставок, «інфляційними безумцями»¹⁵³.

З початку кризи сотні міжнародних дискусій, конференцій і публікацій були присвячені гострим проблемам режиму інфляційного таргетування та застереженням для центральних банків щодо:

- протиріч між ціновою і фінансовою стабільністю та нечутливістю інфляційного таргетування до циклів цін на фінансові активи та нерухомість (*assets prices booms and busts*), які призвели до кризи;
 - особливої небезпеки цього режиму у примітивному виконанні для країн із структурними проблемами і стагфляцією (коли одночасно відбуваються зростання інфляції та падіння або стагнація економіки);
 - ризиків його застосування без комплексного підходу щодо мінімізації системних ризиків, зокрема, валютних шоків для економіки.
- Президент ЄЦБ Маріо Драгі зробив чітку заяву: «Знаходячись у межах

¹⁵² Stiglitz J. The failure of inflation targeting. – <https://www.economics.utoronto.ca/gindart/Stiglitz%20-%20The%20Failure%20of%20Inflation%20Targeting.pdf>.

¹⁵³ Inflation targeting is 25 years old, but has it worked? – <https://www.bbc.com/news/31559074>.

мандату ЄЦБ ми зробимо все, що тільки необхідне і можливе для того, щоб врятувати євро»¹⁵⁴.

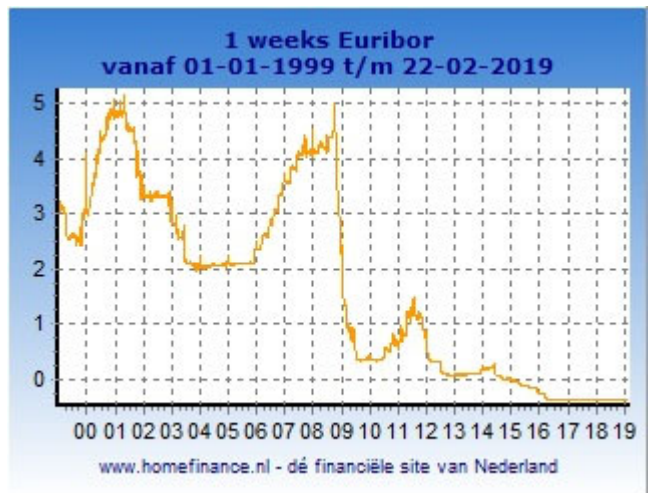
Відповідь центральних банків на «фінансове цунамі». Внаслідок того, що після колапсу Lehman Brothers і початку глобального «фінансового цунамі» центральні банки виявились на «передовій лінії оборони», вони досить швидко еволюціонували і на рівні теорії (через відмову від традиційної парадигми монетарної політики), і на рівні практики – через запровадження невластивих для традиційного центрального банкінгу монетарних операцій (*unconventional monetary policy*), зокрема агресивного кількісного пом'якшення (*QE*). Центральний банк Японії запровадив його поглиблену форму – кількісне і якісне пом'якшення (*QQE*).

Комплексні заходи захисту від розгортання повномасштабного системного колапсу проводились за трьома напрямками через:

- швидку еволюцію і формування нової парадигми монетарної політики та управління системними фінансовими ризиками;
- розширення цілей центральних банків і пошуку шляхів оптимальної фіскально-монетарної координації;
- розвиток монетарного інструментарію і операційні нововведення.

Що це означає в деталях? **Формування нової парадигми монетарної політики.** Легкість досягнення консенсусу у міжнародних колах щодо необхідності формування нової парадигми монетарної політики стала результатом втрати трильйонів доларів, мільйонів робочих місць та появою привида довічної стагнації (*secular stagnation*) у розвинутих країнах: зниження процентних ставок в ЄС, навіть до від'ємних значень, не призвело до активного економічного зростання.

Стало зрозуміло, що звичні постулати більше не працюють, і дуже гостро стоїть питання щодо нового, більш потужного теоретичного фундаменту, який дозволить сформувати системне бачення монетарної політики, гармонійно вписаної у глибинні структурні зв'язки між монетарними, фінансовими і реальними економічними процесами в новому глобальному середовищі. Тим більше, що *нові глобальні умови* визначаються тектонічними зрушеннями у сфері технологій і геополітики, а саме, розгортанням четвертої промислової революції і виникненням нових центрів економічної сили (зокрема Китай, Індія та інші *emerging economies*), полюсів зовнішньоторговельних і валютних протистоянь та геополітичного напруження.



¹⁵⁴ Is inflation targeting dead? Central banks after the Crisis. – Centre for Economic Policy Research, 2013. – <https://voxeu.org/sites/default/files/file/P248%20inflation>.

Вирішення цієї проблеми сьогодні поки ще не існує, проте відбувається обнадійливий розвиток нових напрямків економічної і фінансової науки *на стику монетарної економіки з дослідженнями нелінійних складних систем, теорії системних ризиків, поведінських фінансів, інституційної економіки, big data, complex financial networks*. Цей розвиток може наблизити теоретичні конструкції і моделі прийняття рішень центральних банків до реальної дійсності системних ризиків і нелінійних зв'язків у динаміці фінансово-економічних процесів.

Нова парадигма монетарної політики повинна охоплювати розуміння природи системних ризиків фінансової нестабільності, які мають властивість поступово накопичуватись, загострювати структурні диспропорції та через «ефекти доміно» на синхронізованих ринках викликати нові хвилі глобальної кризи.

Для діагностики і запобігання системним фінансовим ризикам у розвинених країнах створені спеціальні інститути: у США – *Financial Stability Oversight Council (FSOC)*, *Systemic Risk Council – (SRC)*; в ЄС – *European Systemic Risks Board (ESRB)*; в Англії – *Financial Policy Committee (FPC)*, *Systemic Risk Center (SRC LSE)*, до функцій яких входить формування методології і практичних інструментів, зокрема і для центральних банків.

У книзі *Adair Turner «Between debt and the devil. Money, credit and fixing global finance»*¹⁵⁵ автор, який у статусі голови Комітету з фінансових послуг 2008-2013рр. був у певній мірі архітектором виходу Великобританії з гострої фази глобальної кризи. Він показав суттєві вади традиційного розуміння монетарної політики і трансмісійних механізмів, ролі банківської системи у розвитку економіки і запропонував новий підхід, який на наш погляд, можна назвати **структурною монетарною політикою**.

Багато центральних банків у відповідь на потужні шоки глобальної кризи почали використовувати структурний підхід спонтанно як тимчасові заходи, які дійсно виявились ефективними (врізка «Світовий досвід центральних банків у подоланні стагнації економік»¹⁵⁶).

СВІТОВИЙ ДОСВІД ЦЕНТРАЛЬНИХ БАНКІВ У ПОДОЛАННІ СТАГНАЦІЇ ЕКОНОМІК

У 2008р., по суті, відбулась фундаментальна зміна філософії центрального банкінгу, яку називають новою ерою монетарної політики¹⁵⁷. Її сутність полягає в інтенсивному проведенні кількісного пом'якшення, переорієнтуванні грошових потоків з фінансового сектору на кредитування реального виробництва, зокрема нової індустріалізації 4.0, розвитку високих технологій, малого і середнього бізнесу. Так:

➤ ФРС США реалізувала безпрецедентну програму кількісного пом'якшення (*QE*) та стимулювання кредитування малого і середнього

¹⁵⁵ Turner A. *Between debt and the devil. Money, credit and fixing global finance*. – Princeton University Press, 2016.

¹⁵⁶ Докладніше див.: «Новий економічний курс – Інноваційна стратегія для України». – <http://optimacenter.org/research/novyj-ekonomichnyj-kurs-ukrajiny-strategija-innovatsijnogo-rozvytku/>.

¹⁵⁷ Лекція А. Тернера «Нова ера монетарної політики». – <https://www.youtube.com/watch?v=UVQdeb0EdWA>.

бізнесу (*Purchase of MBS Program*). На фоні економічного зростання у США почався процес переходу монетарної політики ФРС до помірного підвищення ставок, проте вона залишатиметься досить м'якою для подальшої підтримки економічного зростання і зайнятості;

➤ Банк Англії більш ніж чотири роки проводив Програму пільгового рефінансування банків, які кредитують реальний сектор, зокрема малий і середній бізнес (*Funding for Lending Scheme*¹⁵⁸ with "incentives for lending skewed towards SMEs");

➤ ЄЦБ продовжує здійснювати цільові довгострокові операції рефінансування для кредитування банками виробництва (*Targeted for Long-Term Refinancing Operations: for non-mortgage bank lending*); монетарна політика ЄЦБ в цілому спрямована на використання програми кількісного пом'якшення через викуп цінних паперів для стимулювання економіки і поступове зниження обсягів викупу;

➤ Народний банк Китаю провів цільове скорочення обов'язкового резервування щодо операцій кредитування агропромислового комплексу та малого і середнього бізнесу (*Targeted reserve requirement reductions for lending to agriculture and small business*);

➤ Банк Кореї реалізовує пакет стимулювання розвитку малого і середнього бізнесу (*Stimulus package: finance for SMEs*);

А. Тернер показав глибоке теоретичне підґрунтя необхідності збереження і оптимального розвитку нової монетарної політики як основи системної фінансової стабільності, цінової стабільності і економічного зростання.

В цілому, його структурний підхід до монетарної політики базується на наступних ідеях:

- декомпозиції загального обсягу кредитування (K) в економіці на певні кредитні агрегати ($K_1, K_2, K_3, K_4, K_5, K_6$), які мають різний вплив на цінову, фінансову стабільність і економічне зростання:

$$\sum_{i=1}^6 K_i = K$$

- діагностиці за допомогою цих кредитних агрегатів ключових монетарних диспропорцій;
- формування операційної системи монетарної політики, спрямованої на вирівнювання цих монетарних диспропорцій

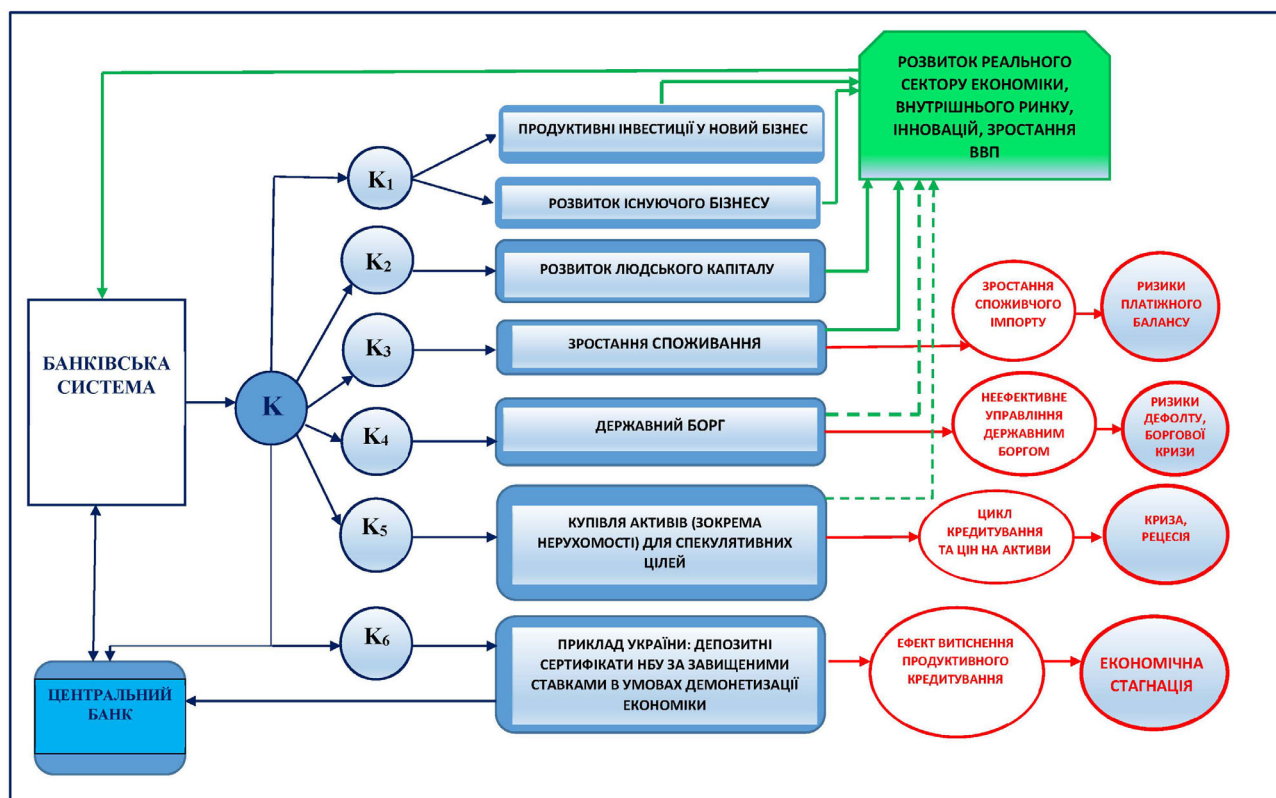
Тобто, з усієї сукупності банківських кредитів (K) необхідно виділити певні групи кредитних агрегатів ($K_1, K_2, K_3, K_4, K_5, K_6$), які за їх функціями в економіці мають різну природу і різним чином впливають на економічний розвиток, зокрема на цінову, фінансову стабільність, системні ризики та економічне зростання (рисунок «Кредитні агрегати за їх функціями у процесі стимулювання економічного розвитку»).

Певні кредитні агрегати з цієї сукупності позитивно впливають на економічний розвиток і можуть називатися **продуктивними, а**

¹⁵⁸ The Governor and Company of the Bank of England. – <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/markets/funding-for-lending/terms-and-conditions.pdf?la=en&hash=801B0899AF09420D8F0EEEE3929F5F0CFCF85A35>.

відповідні кредитні потоки – продуктивним кредитуванням. Це K_1 , K_2 , а також частково K_3 , K_4 , K_5 . Ці агрегати формуються за рахунок потоків кредитування у розвиток виробництва, технологій, людського капіталу, створення доданої вартості. Тобто, це всі кредитні потоки, що ведуть до зростання реального ВВП. Інші кредитні агрегати принципово відрізняються від них за своєю економічною сутністю, закономірностями функціонування і впливу на економічне зростання і фінансову стабільність. До таких кредитних агрегатів відносяться кредити для придбання вже існуючих активів із спекулятивними цілями під заставу цих активів. Їх називають **непродуктивними кредитами**.

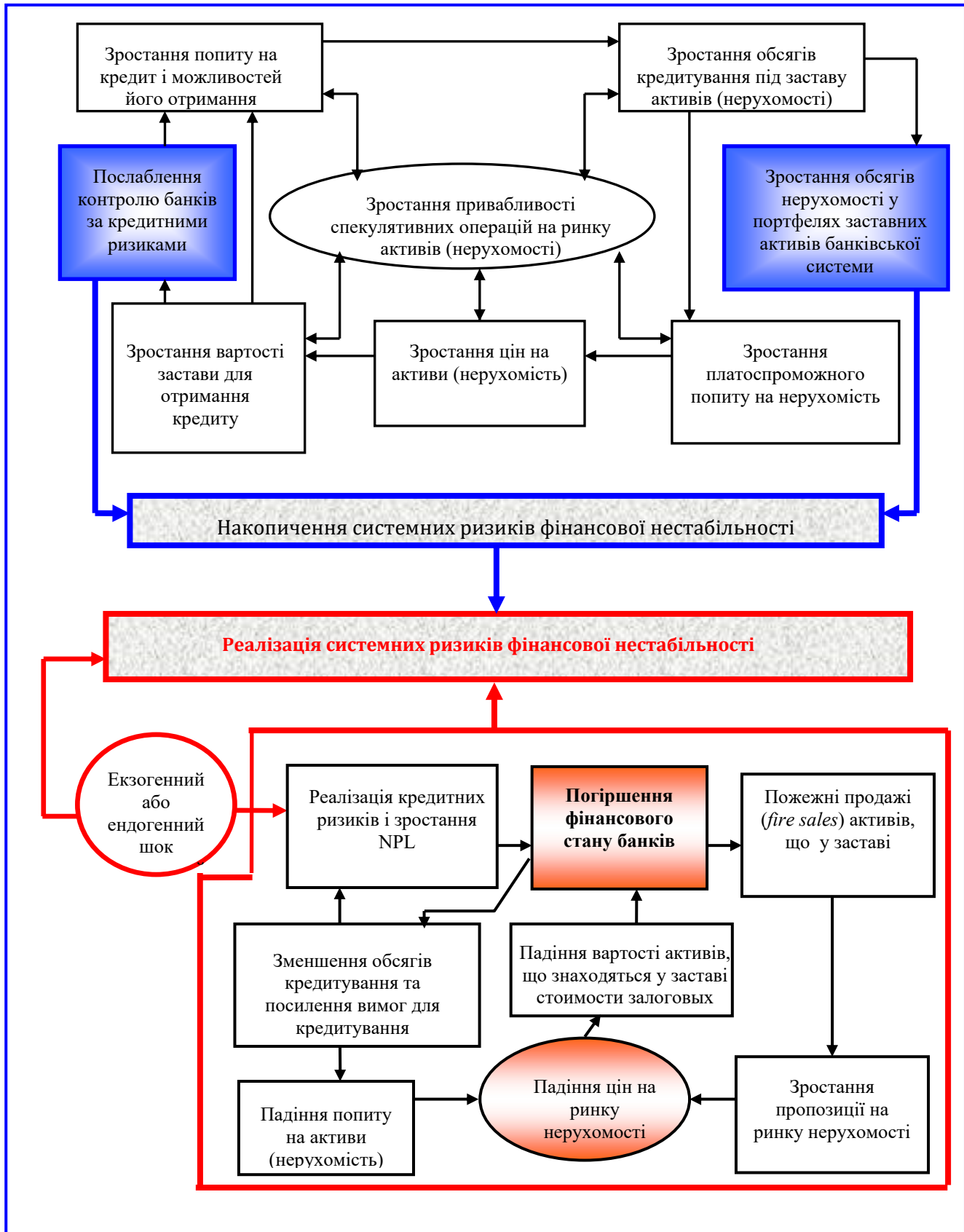
Кредитні агрегати за їх функціями у процесі стимулювання економічного розвитку



При перевищенні зростання таких кредитних агрегатів певних безпечних меж, вони генерують розгортання самопідсилювальних фінансово-економічних циклів (*credit – assets booms and busts cycles*) і формування порочного кола: зростання кредитів на спекулятивні операції з активами (під заставу цих активів) → збільшення цін на активи → збільшення вартості застави → збільшення пропозиції кредитів → подальше збільшення цін на активи. Прикладом такого порочного кола, посиленого використанням іпотечних деривативів, було формування циклу «ціни активів – кредитування» (цінової бульбашки на ринку нерухомості та фінансових активів) у США, що стало тригером глобальної фінансової кризи (основа механізму представлена на рисунку «Механізми¹⁵⁹ формування деструктивних циклів...»).

¹⁵⁹ Розроблено Унковською Т.Є., опубліковано у монографії «Системна криза банківського сектору в Україні і стратегія її подолання» - КНЕУ, Київ, 2017.

**Механізм формування деструктивних циклів через
непродуктивне кредитування операцій з активами (нерухомістю)
під заставу цих активів**



Цікаво, що на мікрорівні (тобто на рівні банку і об'єкта кредитування) непродуктивне кредитування на початкових етапах його розвитку виглядає досить безпечним і може не порушувати жодних регуляторних нормативів. Проте, набуваючи певного розмаху у масштабах економіки в цілому, непродуктивне кредитування веде до загострення диспропорцій фінансової системи та ринків активів, що має наслідком збільшення системних ризиків фінансової нестабільності.

Через високу прибутковість таких операцій для банку і позичальника (внаслідок постійного зростання цін на активи) та відносну легкість їх проведення, експансія непродуктивного кредитування веде до *витіснення продуктивного кредитування (crowding out effect)*, яке орієнтоване на помірну, але стійку довгострокову дохідність і потребує більш трудомістких процедур щодо оцінки бізнесу і майбутніх грошових потоків (врізка «*Загрози непродуктивного кредитування*»).

ЗАГРОЗИ НЕПРОДУКТИВНОГО КРЕДИТУВАННЯ

У традиційній парадигмі монетарної політики у межах режиму інфляційного таргетування стандартні індикатори, які використовують центральні банки, зокрема індекс споживчої інфляції, показники стабільності банківської системи та макроекономічного стану **«не помічають» загрози непродуктивного кредитування на ранньому етапі його розвитку**. Навпаки, фаза верхнього циклу (див. рисунок «*Механізми формування деструктивних циклів...*») може виглядати досить привабливо аж до того граничного моменту, після якого відбуваються різкі зрушення і «квантовий стрибок» економіки у режим нижнього циклу, тобто фінансово-економічної кризи: обвал цін на активи з відповідним зниженням вартості застави у балансах банків → колапс кредитування → різке збільшення поганих кредитів (*NPL*) → «пожежні продажі» активів для покриття збитків за неповерненими кредитами (*fire sales of assets*) → подальший обвал цін активів → подальше поглиблення кризи.

Тобто, **існуючі на сьогодні монетарні режими** (інфляційне таргетування, монетарне таргетування, таргетування валютного курсу та інші) **не передбачають фокусування уваги на структурних провалах у динаміці грошових потоків в масштабах національної економіки, а також в масштабах глобальної економіки в цілому**.

Коли грошові обороти концентруються в певних вузьких сегментах економіки, які не пов'язані із зростанням реального ВВП і не поступають туди, де вони могли би дати продуктивне (інколи вибухове) економічне зростання, мають місце структурні проблеми, викликані провалами інституційного устрою, якості державного регулювання, зокрема монетарної політики. Йдеться не про галузевий розріз розподілу грошових потоків, а про структурний зріз за ступенем продуктивності їх використання для зростання реального ВВП, забезпечення цінової і фінансової стабільності.

У випадку України такою масовою концентрацією непродуктивних оборотів грошових потоків є кредитування банками Національного банку України через операції з депозитними сертифікатами НБУ за надвисокими ставками (сьогодні це 18%). Одночасно сфера реальної економіки знаходиться у стані стагнації через колапс продуктивного кредитування.

Це є провалом монетарної політики НБУ (**monetary policy failure**), яка за рахунок штучно створеного високодохідного безризикового інструменту та ефекту витіснення продуктивних інструментів (зокрема кредитування реального виробництва) викривлює нормальні механізми функціонування грошового ринку. Через депозитні сертифікати НБУ за 2014-2018рр. пройшли обороти грошових потоків в обсязі 12,7 трлн. грн. (замість продуктивного кредитування економічного розвитку). За цими потоками за рахунок «друкарського верстата», тобто непродуктивної емісії, НБУ сплатив майже 33 млрд. грн.

Тому нова парадигма монетарної політики повинна вирішити проблему розширення вузьких меж традиційного теоретичного фундаменту, який залишає у «сліпій зоні» важливі структурні монетарні і фінансові дисбаланси, які впливають на ризики порушення цінової, фінансової стабільності та економічний розвиток в цілому.

Сутність структурної монетарної політики та розвиток нової парадигми. Структурний підхід, запропонований А. Тернером до розробки нової парадигми монетарної політики знаходить підтримку та викликає конструктивні дискусії у багатьох публікаціях відомих економістів країн ЄС та США.

Зокрема, можна виділити підхід «*I-theory of monetary policy*»¹⁶⁰ (M. Brunnermeier, Y. Sannikov), в якому цінова, фінансова і фіскальна стабільність розглядаються у тісному взаємозв'язку як цілісна система. У такій системі, згідно із авторами *I-теорії монетарної політики*, оптимальна стратегія центрального банку полягає, *по-перше*, у глибокій діагностиці структурних перекосів у грошовій сфері, *по-друге*, спрямування всього арсеналу своїх монетарних інструментів (а не тільки короткострокової процентної ставки) у координації з іншими органами макрорегулювання на вирівнювання цих диспропорцій через ринкові механізми.

На наш погляд, до такого ж підходу може бути віднесений запропонований нами режим **структурного інфляційного таргетування**, який є поглибленою і розширеною версією традиційного таргетування інфляції.

Його сутність полягає у реалізації центральним банком наступних кроків:

1. на основі глибокого системного аналізу необхідно дослідити природу інфляції в країні та основні структурні і поточні кон'юнктурні фактори, що її визначають. З врахуванням цих особливостей та розвинутості ринкової інфраструктури і трансмісійних механізмів, необхідно визначити оптимальний рівень інфляції для цієї країни та бажану траєкторію його динаміки у середньостроковому періоді,

2. розробити комплекс монетарних заходів у координації з іншими органами макрорегулювання, спрямований на досягнення середньострокового цільового значення інфляції – інфляційного таргету – та одночасного забезпечення валютно-курсової, фінансової стабільності і економічного зростання.

¹⁶⁰ Quantitative Ease by Carola Binder. –

<http://carolabinder.blogspot.com/2012/09/notes-on-princeton-initiative-on-macro.html>.

Головними причинами високої інфляції в Україні з 2014 року стали: трикратна девальвація гривні та передача цих ефектів на внутрішні ціни товарів і послуг (*pass-through effect*); адміністративне підвищення цін на енергоносії і тарифів на житлово-комунальні послуги. Тобто, це класичний прояв інфляції витрат (врізка «*Інфляція витрат*»).

ІНФЛЯЦІЯ ВИТРАТ

Така інфляція характеризує зростання цін внаслідок впливу факторів з боку витрат, які визначають нижню межу, за якими підприємства можуть продавати товари (продаж товарів за цінами, нижчими за собівартість їх виробництва призводять до банкрутства підприємств). Тобто це фактори з боку пропозиції товарів, а не з боку «перегрітого» попиту покупців. Більш детально, інфляція витрат виникає в умовах:

- штучно завищених монополіями цін на енергоресурси, які включено у собівартість товарів;
- монополізації ринків інших товарів та завищення цін на них;
- підвищення адміністративних тарифів;
- зростання цін на імпортовані товари внаслідок девальвації національної валюти;
- високих ставок процентів за кредитами для виробників товарів, які закладаються у собівартість цих товарів;
- високих податків або корупційних витрат на отримання дозволів та захист бізнесу виробників або торговельних компаній;
- зниження пропозиції вітчизняних товарів внаслідок недоступності кредитування, занепаду економіки і стиснення платоспроможного попиту на внутрішньому ринку.

В ситуації інфляції витрат, яка саме і відбувається в Україні, підвищення процентних ставок і консервація колапсу кредитування призводить не стільки до зниження інфляції, скільки до руйнації можливостей економічного зростання. В ситуації інфляції з боку пропозиції монетарна політика підвищення процентних ставок є проінфляційним чинником і одночасно перешкодою для розвитку економіки.

Боротьба з високою інфляцією витрат в умовах демонетизації економіки (рівень монетизації становить 35% ВВП) і консервації її стагнації (що спостерігається в Україні), **потребує зовсім інших засобів та інструментів у порівнянні з тими, які використовує НБУ протягом 2014 – початку 2019 року.**

Відповідно до наших пропозицій, **структурне інфляційне таргетування в Україні**¹⁶¹ передбачає комплекс структурних монетарних заходів у координації з іншими органами макрорегулювання, а саме:

- 1) сприяння *стабілізації валютного курсу як якоря для зниження інфляції*. Для цього необхідним є:
 - реформування операційної системи монетарної політики (докладніше див. публікацію за посиланням 161);

¹⁶¹ Докладніше див.: «Новий економічний курс – Інноваційна стратегія для України». – <http://optimacenter.org/research/novyj-ekonomichnyj-kurs-ukrajiny-strategija-innovatsijnogo-rozvytku/>.

- відновлення нормального обсягу і повноцінної роботи міжбанківського кредитного ринку (який внаслідок помилкової процентної політики і деформованої операційної системи звузився у кілька разів);
 - відновлення нормального обсягу і повноцінної роботи офіційного валютного ринку;
 - розвиток інструментів і процедур для хеджування банками і підприємствами валютних ризиків;
 - координація дій між Урядом і НБУ у межах оновленої роботи Ради з фінансової стабільності для запровадження системи стимулів для розвитку високотехнологічного експорту та експорту з високою доданою вартістю і підвищення мотивації експортерів для заведення у країну валютної виручки і стабілізації валютного ринку;
 - підтримка і стимулювання виробництв, спрямованих на імпортозаміщення і насичення внутрішнього ринку конкурентоздатними товарами вітчизняного виробництва. Це сприятиме заміщенню імпортних товарів у споживчому кошику, вирівнюванню платіжного балансу, стабілізації валютного курсу і зниженню інфляції;
- 2) *стимулювання виконання банківською системою функції головного кредитора для стратегічної структурної перебудови економіки, імпортозаміщення, розвитку потужної високотехнологічної промисловості та індустріалізації 4.0, малого і середнього бізнесу;*
- 3) *стимулювання вирівнювання банками своїх балансових диспропорцій за валютами (currency mismatch) та строками визрівання пасивів і активів (maturity mismatch);*
- 4) *зниження доларизації економіки і стимулювання підвищення конкурентного статусу національної валюти – гривні;*
- 5) *системних заходів щодо демонополізації ринків у координації з Урядом і Антимонопольним Комітетом (НБУ – в частині стимулювання розвитку малих і середніх банків з акцентом на структурні показники балансів, а не на абсолютні розміри капіталу; недопущення зниження конкуренції на ринку банківських послуг і запобігання перетворення його у квазідержавну або олігополістичну структуру).*

Ризики та резерви монетарного стимулювання економічного зростання

Наталя ШАПРАН,
доцент кафедри фінансів КНЕУ ім. В. Гетьмана

Віталій ШАПРАН,
головний експерт Ради НБУ

З моменту запровадження в Україні інфляційного таргетування точаться дискусії про те, наскільки монетарну політику можна застосовувати для стимулювання економічного зростання. Частина народних обранців закликає навіть змінити Конституцію України і Закон України «Про Національний Банк України». Втім, навколо теми інфляційного таргетування існує забагато маніпуляцій і нерозуміння того, що НБУ вже давно встановлено ієрархію цілей, якої він дотримується на практиці і, як показують результати 2018р., виконує непогано, ні трохи не гірше, ніж наші найближчі сусіди на Заході. Проте в грошово-кредитній системі і досі залишається купа проблем, і пов'язані вони не зі стратегією або засадами грошово-кредитної політики, а з нестачею аналітичних індикаторів, які дають можливість зрозуміти, що відбувається на ринку, та з роботою трансмісійних каналів, частина яких атрофована, частина – відсутня або працює зі значною затримкою. У цій публікації ми торкнемся як існуючих проблем, так і спробуємо розвіяти міфи, що оточують запровадження в Україні режиму інфляційного таргетування.

Що і як рахувати. Відповідно до Конституції України, основною функцією НБУ є забезпечення стабільності грошової одиниці України. При виконанні своєї основної функції Національний банк має виходити з пріоритетності досягнення та підтримки цінової стабільності в державі. Також НБУ у межах своїх повноважень сприяє стабільності банківської системи, за умови, що це не перешкоджає досягненню та підтримці цінової стабільності в державі. Відповідно до чинного законодавства, НБУ також сприяє додержанню стійких темпів економічного зростання та підтримує економічну політику Кабінету Міністрів України за умови, що це не перешкоджає досягненню цінової стабільності та стабільності банківської системи. Отже, чинним законодавством встановлена чітка ієрархія цілей:

- цінова стабільність;
- стабільність банківського сектору (якщо це не перешкоджає ціновій стабільності);
- сприяння додержанню стійких цілей економічного зростання (якщо це не перешкоджає ціновій стабільності і стабільності банківського сектору).

Під забезпеченням цінової стабільності НБУ, як і більшість центральних банків світу, має на увазі низький рівень інфляції. Показники інфляції (споживчої та базової) визначає орган державної статистики – Державна служба статистики України (Держстат). Втім, індекс споживчої інфляції, який розраховується Держстатом, є недосконалим для сприйняття населенням та бізнесом. Справа в тому, що індекс споживчих цін у будь-якій країні світу фактично відображає «середню температуру по лікарні». Апріорі він не може відображати інфляцію, яку відчуває окремий

споживач, оскільки у кожного з нас свій споживчий кошик. Тому населення часто не сприймає офіційне значення цього показника, але його застосування при макроекономічних розрахунках є цілком можливим.

Для покращення сприйняття населенням та бізнесом інфляції Держстату можна порекомендувати застосувати досвід Грузії, коли в країні існує кілька показників споживчої інфляції, які спрямовані на різні верстви населення. Та все ж майбутнє – за відкриттям баз даних про динаміку цін, які є в органах національної статистики, коли кожен бажаючий зможе за допомогою Інтернету створити «власний» індекс інфляції і здійснювати його моніторинг. Подібні технології не так давно запроваджувались у Туреччині і, на наш погляд, надавали населенню та бізнесу досить корисні аналітичні інструменти для практичного використання, у т.ч. й при плануванні в рамках управлінських процесів. Втім, розрахунок інфляції залишається прерогативою органів статистики, а ніяк не центрального банку, бо в іншому випадку це б створювало конфлікт інтересів, оскільки забезпечувати цінову стабільність і розраховувати інфляцію повинен не один, а як мінімум два державних органи.

Інфляція та економічне зростання. Ризик проти прибутку, або інфляція проти економічного зростання – є класичною проблемою вибору, з якою стикаються всі Центральні банки. І Україна тут не є виключенням. Як ми згадували вище, вітчизняне законодавство не забороняє НБУ опікуватись економічним зростанням, а навпаки, відносить це до однієї з функцій центрального банку країни, якщо це не заважає ціновій стабільності і стабільності у банківському секторі. На наш погляд, змінювати встановлену ієрархію цілей (функціоналу) не варто, оскільки вона вже враховує найкращі закордонні практики. Сам НБУ як інститут монетарної влади повинен виконувати той функціонал, який покладений на нього вітчизняним законодавством.

Для того щоб не вступати у теоретичні дискусії про оптимальний рівень інфляції та зростання ВВП, наведемо емпіричні дані за останні 10 років по країнах, які є західними сусідами України і які не втратили монетарної самостійності. Статистика по Польщі, Румунії, Угорщині, Чехії, Болгарії та Україні показує, що за останні 10 років Україна у середньому характеризувалась найбільшим рівнем інфляції і найменшим темпом зростання ВВП (таблиця «Зростання ВВП і споживча інфляція...»¹⁶²).

Додатково слід звернути увагу, що з усіх країн, які порівнювались, Україна упродовж всього періоду аналізу мала найбільший рівень інфляції, крім 2012 і 2013 років. За останні 10 років тільки у 2012р. в Україні було зафіксовано дефляцію. Натомість у Болгарії дефляція спостерігалась у 2014-2016рр., в Угорщині – в 2014-2015рр., в Румунії і у Польщі – в 2015-2016рр. У цілому, за останні 10 років річний рівень

¹⁶² Тут і далі, якщо не вказано інше, для міжнародних порівнянь використані дані: World Bank Indicators. – <https://data.worldbank.org/indicator/>; World Economic Outlook, February 2018. – <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/09/24/world-economic-outlook-october-2018>.

Дані національної економіки: Держстат України – <http://ukrstat.gov.ua/> і НБУ – <https://www.bank.gov.ua/control/uk/index>.

інфляції в країнах-сусідах України не можна назвати стабільним, але вищою, ніж 5% інфляція була тільки у Румунії, проте і там з 2012р. її приборкали до рівня нижче 5%.

**Зростання ВВП і споживча інфляція в Україні та в сусідніх країнах,
2009-2018рр., %**

	Польща		Румунія		Угорщина		Чехія		Болгарія		Україна	
	ВВП	Інфл.	ВВП	Інфл.	ВВП	Інфл.	ВВП	Інфл.	ВВП	Інфл.	ВВП	Інфл.
2009	2,82	3,80	-5,91	5,59	-6,60	4,21	-4,80	1,02	-3,59	2,75	-14,76	12,30
2010	3,61	2,58	-2,81	6,09	0,68	4,86	2,27	1,47	1,32	2,44	3,83	9,10
2011	5,02	4,24	2,01	5,79	1,66	3,93	1,78	1,92	1,92	4,22	5,47	4,60
2012	1,61	3,56	2,08	3,34	-1,64	5,65	-0,80	3,29	0,03	2,96	0,24	-0,20
2013	1,39	0,99	3,52	3,99	2,10	1,73	-0,48	1,44	0,49	0,89	-0,03	0,50
2014	3,32	0,05	3,41	1,07	4,23	-0,23	2,72	0,34	1,84	-1,42	-6,55	24,90
2015	3,84	-0,87	3,87	-0,59	3,38	-0,06	5,31	0,31	3,47	-0,11	-9,77	43,30
2016	3,06	-0,67	4,81	-1,55	2,21	0,40	2,59	0,68	3,94	-0,80	2,44	12,40
2017	4,81	2,08	7,26	1,34	3,99	2,35	4,29	2,45	3,81	2,06	2,53	13,70
2018	4,40	2,00	4,00	4,70	4,00	2,80	3,10	2,30	3,60	2,60	3,30	9,80
Середня:	3,39	1,78	2,22	2,98	1,40	2,56	1,60	1,52	1,68	1,56	-1,33	13,04

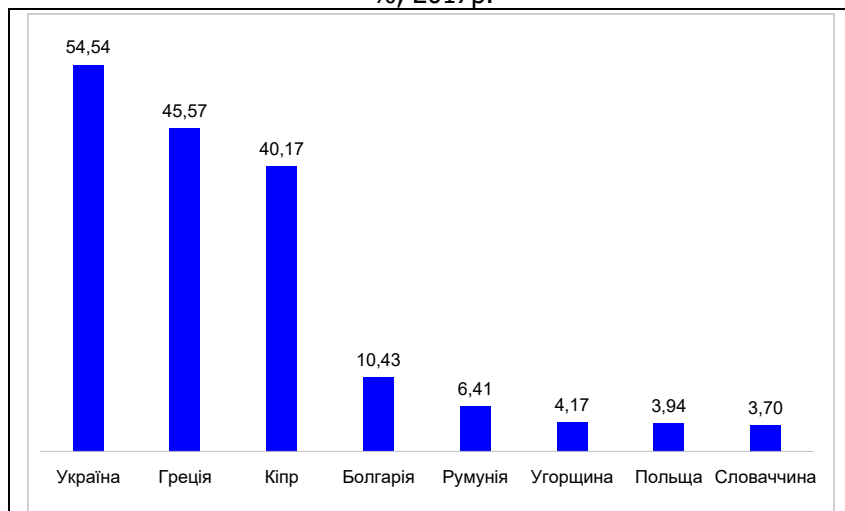
Приклад більш-менш успішних країн нашого регіону показує, що за рівня інфляції, який був нижчим ніж в Україні, протягом 10 років відбувалось більш стале зростання ВВП і в середньому за темпом зростання ВВП економіки наших сусідів були більш результативними. З іншого боку, таку статистику не можна розглядати виключно як ілюстрацію дії низького рівня інфляції на ВВП. Слід враховувати, що економіки країн, які порівнюються, де-факто знаходились «під парасолькою ЄЦБ», мали досить серозний економічний ефект від входження до ЄС, отримували фінансування інфраструктурних проектів з ЄС, не мали торговельних бар'єрів для експорту своїх товарів та послуг до інших країн ЄС та ін. Проте той факт, що Україна поки що залишається країною з найвищим рівнем інфляції у регіоні, в довгостроковому періоді вказує на необхідність подальшого продовження боротьби з інфляцією.

Прогнозний рівень NPL на заваді стимулюванню. Сьогодні основним інструментом монетарної політики НБУ є облікова ставка. Зростання вартості грошей у часі впливає на попит на гроші і змінює основні параметри грошової маси, насамперед, уповільнює її зростання та згортає основні мультиплікатори кредитного ринку. За нашими спостереженнями, зміна облікової ставки НБУ майже миттєво відображається на міжбанківському кредитному ринку та ринку ОВДП; трохи менший, але також відчутний вплив може бути на ставки для корпоративних позичальників у держбанках. На ринку кредитів юридичним та фізичним особам зміна облікової ставки відчутна у меншій мірі. На нашу думку, такий стан справ в Україні спостерігається через надвеликий рівень непрацюючих кредитів у кредитних портфелях банків.

Зокрема, за даними Світового банку, за підсумками 2017р., 54,54% кредитів у кредитному портфелі українських банків належали до непрацюючих кредитів (*non-performing loans – NPL*). На жаль, для нас це був абсолютний світовий рекорд. Найближча до нас за цим показником країна – Сан-Маріно – мала рівень NPL у банківських кредитах в розмірі

48,91%, Греція – 45,57%, Кіпр – 40,17%, Екваторіальна Гвінея – 27,2%, Чад – 25,81% і т.д. Болгарія та Румунія мала відповідний показник на рівні – менше 11%, а Угорщина, Польща та Словаччина – менше 5% (діаграма «Рівень NPL в кредитних портфелях банків»).

**Рівень NPL в кредитних портфелях банків,
%, 2017р.**



Наслідки банківської кризи будуть ще кілька років знижувати ефективність впливу кредитного каналу на економіку України. На практиці операційна ціна кредиту (без врахування постійних витрат банку) складається з наступних компонентів:

$$P_{cr} = P_d + P_r + NPL',$$

де P_d – ціна ресурсів, які залучив банк (депозити населення та бізнесу, рефінансування НБУ, міжбанк, випуск облігацій та депозитних сертифікатів власної емісії та ін.);

P_r – вартість виконання вимог регулятора (наприклад, формування резервів);

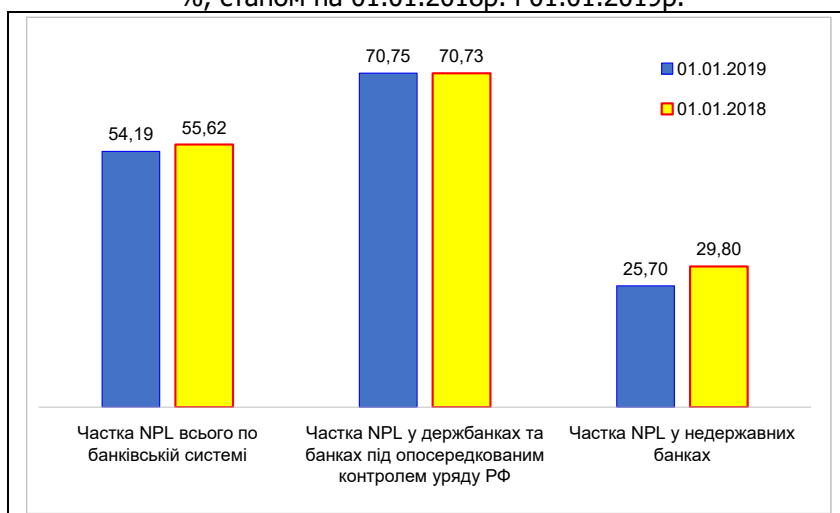
NPL' – рівень прогнозованих списань по кредитному портфелю у майбутньому.

Якщо з вартістю ресурсів та «витрат» на виконання вимог регулятора все більш-менш зрозуміло, то NPL' залишається дуже цікавим показником. Фактично – це прогнозний показник, який враховується менеджментом банку при встановленні ставок за новими кредитами. Наприклад, у банку рівень NPL у кредитному портфелі становить 50%. Під такий високий рівень сформовані резерви у повному обсязі. Але менеджмент банку вважає, що в подальшому рівень NPL буде знижуватись. В такому разі менеджмент може не зважати на ризики майбутніх втрат по кредитному портфелю, тобто встановити NPL' рівним нулю.

Є й інші варіанти поведінки, коли акціонер банку (наприклад Держава) може вимагати від менеджменту банку встановлювати низькі ставки для державних компаній, або з метою пожвавлення економічної активності в окремому секторі або регіоні. У будь-якому разі, при занадто оптимістичних оцінках NPL' банку з часом доведеться звернутись до акціонерів за додатковим капіталом. Тому, з одного боку, погана історична статистика буде «давити» на ТОП-менеджмент банків, а з іншого – конкурентне середовище та тривала фінансова стабільність повинні зменшувати очікування менеджменту щодо рівня NPL' .

Додатково відзначимо, що насправді на кредитному ринку ситуація не така безнадійна, як вона подається в цілому по банківській системі. Ми відокремили дані українських державних банків та банків, які знаходяться під опосередкованим контролем уряду РФ (тобто під санкціями), від інших банків і отримали цікавий результат (діаграма «*Частки NPL у кредитному портфелі українських банків*»).

Частки NPL у кредитному портфелі українських банків,
%, станом на 01.01.2018р. і 01.01.2019р.



Виявилось, що на держбанки та банки під контролем уряду РФ припадає 70,75% NPL, а на всі інші банки – 25,7%. При чому за 2018р. рівень NPL по недержавних банках було знижено з 29,8% до 25,7%. Тобто у недержавному секторі ситуація за рік покращилась, хоча рівень *NPL* там все ще залишається високим. Втім, через те, що історичний рівень *NPL* не завжди буде дорівнювати прогнозованому *NPL*, на практиці пом'якшення монетарної політики може впливати на ціну кредитів для кінцевого позичальника, хоча такий вплив і буде розтягнутий у часі і, скоріш за все, матиме низьку кореляцію з обліковою ставкою навіть при зміщенні часових лагів.

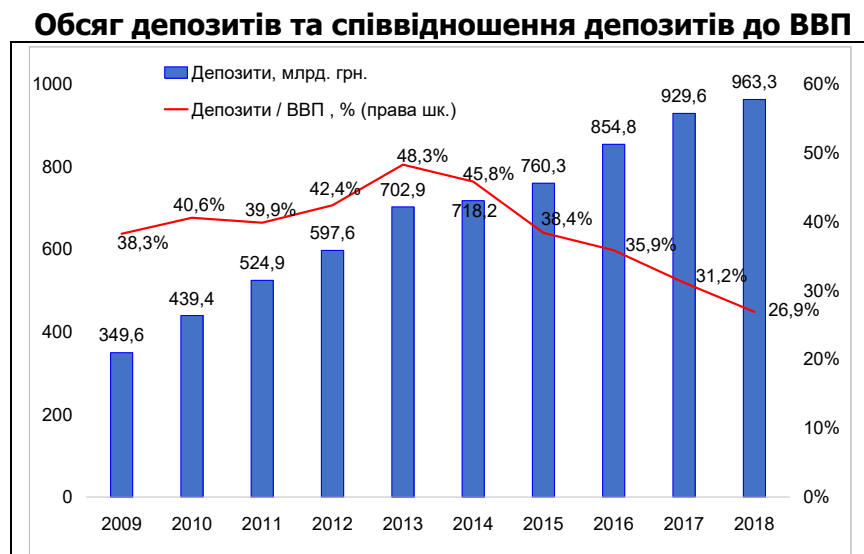
Дані зовнішнього моніторингу на 15.02.2019р. показують, що найбільш якісні кредити видавались банками малому та середньому бізнесу, для представників якого кредитна ставка коливалась від 19% до 28% річних. Найбільш дорогими були кредити фізичним особам: тут ставка коливалась від 20% до 210% річних. Тобто середній рівень *NPL* по недержавним банкам в розмірі 25,7% покривався в абсолютній більшості кредитних пропозицій банків фізичним особам. Проте якщо змушувати банки штучно знижувати ставку або сподіватись, що вони будуть автоматично зменшувати ставки відразу за зниженням *NPL*, то це означає стати на старті організації (програмування) нової банківської кризи. Регулятор може допомагати знижувати реальний рівень *NPL* та впливати на настрої банкірів, але прогнозний рівень *NPL* повинен визначатись ринком.

Інші фактори, що гальмують стимулювання. Крім *NPL* є й інші фактори, які впливають на ціну кредитів на прямого позичальника. Насамперед, це наявність у банку ліквідності, яка, своєю чергою, залежить від структури ресурсної бази банку та від наявності в нього

ліквідних активів. Надлишкова ліквідність призводить до того, що банки стають більш схильними до кредитування, брак ліквідності сприяє згортанню кредитних операцій. Головним «зберігачем» ліквідності сьогодні в Україні залишаються державні банки. Відповідно до даних НБУ, станом на 01.01.2019р. ПриватБанк мав на своєму балансі ОВДП на 168,7 млрд. грн., Ощадбанк – на 96,6 млрд. грн., Укрексімбанк – на 54,9 млрд. грн. Потенційно частина цих ліквідних активів мала б бути спрямована на кредитування. Але через інертність державних банків та їх слабку операційну ефективність запас їх ліквідності на кредитний ринок у 2018р. не потрапив.

Другий фактор, від якого залежить ліквідність, – структура ресурсної бази банків за строками. Станом на 01.01.2019р. 50,5% коштів клієнтів банків становили депозити на вимогу. А от станом на 01.01.2012р. цей показник був 35,7%. Таким чином, суттєве зростання частки депозитів на вимогу (майже на 15 процентних пунктів) змушує банки підтримувати на балансах більше ліквідних активів, у т.ч. ОВДП.

Третій фактор, який суттєво впливає на ефект від пом'якшення монетарної політики, це масштаб ресурсної бази банків та його співвідношення до ВВП. В якості ілюстрації ми взяли статистику співвідношення коштів клієнтів банків до номінального ВВП у гривнях (діаграма «Обсяг депозитів та співвідношення депозитів до ВВП»).



Якщо у 2013р. співвідношення депозитів до ВВП складало 48,3%, то у 2018р. – 26,9%. Зазвичай, для визначення монетизації ВВП використовують показник кредитів до ВВП, однак у випадку України це не найкраща ідея, оскільки за часи банківської кризи 2014-2016рр. тільки по одному ПриватБанку було списано більше 150 млрд. грн. кредитів, і ще більші обсяги були переоцінені ФГВФО. Тобто статистика співвідношення кредитів до ВВП за 2009-2014рр. взагалі не може бути показовою. Якщо дивитись на світову статистику показника «депозити/ВВП», то за підсумками 2017р. в середньому він становив близько 50%, в США – 80%, Польщі – 54% тощо. Тобто від середньої норми в 2013р. ми, за підсумками 2018р., знизились майже удвічі. Це свідчить про те, що банківська система має нарощувати масштаби залучення коштів клієнтів,

які, вочевидь, осідають поза банками або зберігаються на рахунках за кордоном.

Своєю чергою, наслідком збільшення обсягів залучених банками депозитів стане пожвавлення кредитування. Тому ключовим питанням є: яким чином залучити більше гривні та іноземної валюти на банківські рахунки? На нашу думку, в поточній ситуації доречним буде збільшення ставок за депозитами, що зробить банківські вклади більш привабливими для населення. Виходячи з цього, зростання ринкових ставок під тиском жорсткої монетарної політики є непоганою передумовою для збільшення ресурсної бази банків, і відповідно – для зростання кредитування.

Резерви економічного зростання. Україна має безліч резервів для економічного зростання, які слабо пов'язані з монетарною політикою і про які зазвичай забувають, концентруючи увагу на «дешевих грошах» від центрального банку. Ми вважаємо, що низька облікова ставка не зможе вирішити проблеми економічного зростання в Україні. *По-перше*, через досить погані пост-кризові показники банківської системи, які ми розглядали вище (надвисокий рівень *NPL*, історично низьке співвідношення між депозитами та ВВП та інші). *По-друге*, через закредитованість вітчизняних позичальників. На практиці банкіри і навіть фінансові компанії, які кредитують бізнес та населення, скаржаться на брак «гарних позичальників», особливо це стосується корпоративного сектору.

Тому, по мірі зниження вартості ресурсів, для забезпечення якісного зростання (без періодичних банківських криз) головним завданням на найближчі роки є стимулювання інвестицій в економіку. Повинні створюватись нові підприємства, а вже існуючим необхідно нарощувати власний капітал. Зміна орієнтації економіки тільки за рахунок здешевлення банківських кредитів є неможливою, а самі кредити можуть відігравати в цих процесах лише другорядну роль. Роль «першої скрипки» у механізмі пожвавлення економічного відновлення повинна належати саме інвестиціям. На нашу думку, в найближчі 2-3 роки після виборів та «політичних стресів» Україні потрібно зосередитись на залученні прямих та портфельних іноземних інвестицій. Обидва напрями передбачають зниження залежності створеного в Україні бізнесу від рівня процентних ставок всередині країни.

За 2014-2018рр. Україна досягла значного прогресу в залученні прямих іноземних інвестицій (ПІІ) в плані підвищення їх якості та впливу на економіку і, насамперед, на реальний сектор. Якщо до 2013р. статистику за ПІІ робили в основному або іноземні банки, або компанії із-за кордону, які належали вітчизняним олігархам, то за останні три роки в країні з'явилися справжні іноземні інвестори, вкладення яких призвели до появи нових виробничих потужностей в Україні, наприклад японська *Fujikura*, або японсько-німецька компанія *Sumitomo Electric Bordnetze*, або німецька *Leoni AG*.

Безумовно, поява в Україні таких інвесторів є позитивним фактором, але обсяги їх інвестицій поки що недостатні для зміни якісних ознак статистики з ПІІ. Про те, що загальний характер припливу ПІІ не змінився, говорять дані Держстату стосовно ПІІ за 9 місяців 2018р. Так, за січень-вересень 2018р. загальний приплив ПІІ в Україну склав всього

\$1,71 млрд. З цієї суми приплив акціонерного капіталу до банківського сектору становив \$0,995 млрд., тобто 58% інвестицій зайшли до банківського сектору під впливом вимог НБУ до капіталу банків.

Звісно, підкріплення акціонерами своїх «дочок» в Україні є позитивним кроком, але, *по-перше*, частина цих грошей вже була видана у формі міжбанківських кредитів раніше, тобто кошти в Україну фізично не надходили, *по-друге*, до реального сектору ПІІ у суттєвих обсягах не спрямовувались. За 9 місяців 2018р. до промисловості надійшло всього \$181 млн., до телекомунікацій – \$112,4 млн., до сегменту операцій з нерухомістю – \$97,8 млн. За нашими оцінками, для того, щоб Україна на макроекономічному рівні відчула позитив від притоку ПІІ, потрібен їх щорічний приплив до нефінансового сектору в сумі не менше \$5 млрд.

Проте наведену статистику ПІІ не слід вважати провальною. Навпаки, за весь 2017р. Україна отримала ПІІ в розмірі \$1,871 млрд., а за 9 місяців 2018р. – вже 91,3% від річного обсягу 2017р. Тобто ПІІ повільно зростають, але обсяги їх надходжень до нефінансового сектору все ще є недостатніми для досягнення відчутного макроекономічного ефекту. Для прискорення зростання ПІІ Україні потрібні: більш привабливий інвестиційний клімат, менше фіскальне навантаження на інвесторів та зменшення острахів інвесторів щодо впливу на економіку «військових ризиків».

Вітчизняні економісти і аналітики часто недооцінюють важливість портфельних інвестицій. Здебільшого, аналіз закінчується висновком, що в Україні фондового ринку немає, тому немає й інвестицій. Але все не так просто. За 2005-2013рр. в країні з'явився цілий пласт компаній, які залучили капітал (*IPO*) на фондових біржах Варшави, Лондона, Франкфурта, і створили досить великі виробничі потужності, отримавши капітал саме від портфельних інвесторів. Близькість ЄС та відкритість європейських фондових майданчиків для українських емітентів робить такий канал надходження інвестицій досить привабливим, а для окремих галузей більш вагомим, ніж ПІІ.

За період з 2005р. і по сьогодні компанії з України залучили близько \$2,396 млрд. інвестицій (за курсом долара на дату розміщення). Причому, останнє IPO відбулось ще в 2013р. Проте за час від проведення розміщення емітенти з України скоротили вартість активів інвесторів в їх акціях майже удвічі: станом на 15.02.2019р. сукупна капіталізація цих компаній оцінювалась приблизно у \$4,671 млрд., що було на 42,5% менше, ніж їх капіталізація на момент IPO. Деякі емітенти зменшили свою капіталізацію в кілька десятків разів. За динамікою приросту курсової вартості (у валюті котирування на біржі) найкращими були компанії *Ferrexpo* (+76%), *Kernel* (+71%) та Миронівській хлібопродукт (+16,7%). Всього за аналізований період українськими емітентами або емітентами з бізнесом в Україні було проведено 22 первинних розміщення, не рахуючи приватні розміщення через випуск депозитарних розписок (таблиця «Показники ринку акцій українських емітентів...»¹⁶³).

¹⁶³ Дані: профайли емітентів на *London Stock Exchange*, *Deutsche Boerse Group*, *Warsaw Stock Exchange*, інформаційних агенцій.

**Показники ринку акцій українських емітентів або емітентів
з бізнесом в Україні, які провели IPO
на зарубіжних фондових біржах**

Назва компанії	Рік IPO	Майданчик (біржа)	Обсяг залученого капіталу, \$ млн.*	Капіталізація компанії на момент розміщення	Капіталізація компанії на 15 лютого 2019р.**
Ukrproduct Group (о.Джерсі)	2005	AIM (LSE)	11,3	£22,05 млн.	£1,58 млн.
XXI Century Investments	2005	AIM (LSE)	138,7	£225,0 млн.	Торги призупинено в 2013р.
Astarta Holding (Нідерланди)	2006	WSE	31,5	\$158,17 млн.	\$157,95 млн.
TMM Real Estate Development (Кіпр)	2007	Deutsche Borse (Entry Standard)	105	€516,12 млн.	€1,53 млн.
Dragon—Ukrainian Properties & Development Plc	2007	AIM (LSE)	208 (IPO)+ 100 (SPO, 2007)	£116 млн.	£12,90 млн.
Ferrexpo (Швейцарія)	2007	LSE	218,72	£847,72 млн.	£1491,57 млн.
Kernel Holding S.A. (Люксембург)	2007	WSE	218 (IPO)+ 74 (SPO, 2008) + 81 (SPO, 2010)	\$613 млн.	\$1049,26 млн.
Landkom International (о. Мен)	2007	AIM (LSE)	110,5	\$200,6 млн.	Лістинг анульовано в грудні 2012р. на прохання компанії
Миронівський хлібопродукт, МНР SE GDR (1 ГДР=1 акція)	2008	LSE	322 + 165 (SPO, 2010)	£812,43 млн.	£948,30 млн.
Avangardco Investments PLC GDR (10 ГДР=1 акція)	2010	LSE	188	\$940 млн.	\$17,91 млн.
AGROTON PUBLIC LIMITED (Кіпр)	2010	WSE	54	\$207 млн.	\$19,44 млн.
MILKILAND N.V. (Нідерланди)	2010	WSE	80	\$333 млн.	\$4,14 млн.
Sadovaya Group (Люксембург)	2010	WSE	30	\$120 млн.	\$1,34 млн. (торги було призупинено 08.2015р. і поновлено 04.2018р.)
AGROLIGA GROUP PLC (Кіпр)	2011	NewConnect (WSE)	1,28	\$12,34 млн.	\$1,13 млн.
KSG Agro SA	2011	WSE	40	\$121,2 млн.	\$3,55 млн.
INDUSTRIAL MILK COMPANY S.A.	2011	WSE	29,7	\$123,75 млн.	\$119,9 млн.
WESTA ISIC S.A. (Люксембург)	2011	WSE	46	\$183,85 млн.	Торги призупинено в лютому 2017р.
OVOSTAR UNION N.V. (Нідерланди)	2011	WSE	31	\$198 млн.	\$173,16 млн.
Coal Energy S.A. (НПО "Механік")	2011	WSE	80	\$320 млн.	\$3,98 млн.
KDM Shipping (Кіпр)	2012	WSE	7,62	\$67,89 млн.	\$4,42 млн.
CEREAL PLANET PLC (Кіпр)	2013	NewConnect (WSE)	1,13	\$8,7 млн.	\$4,44 млн.
Arricano Real Estate PLC (Кіпр)	2013	AIM (LSE)	24	£153 млн.	£42,42 млн.

* - за курсом долара на дату розміщення; ** - або на дату останньої угоди, укладеної на біржі, якщо 15.02.19 торгівля акціями відповідних компаній не відбувалась

Тенденція зниження надходжень прямих і портфельних інвестицій в країну пояснюється кількома об'єктивними чинниками:

1. Військовий конфлікт на Донбасі та протистояння з РФ підвищують рівень ризиків при інвестуванні у Центральні та Східні регіони України. Викривлення та роздмухування конфлікту у російських засобах масової інформації звужує коло інвесторів, які розглядають Україну як виробничу площадку для своїх потужностей.

2. Остання банківська криза у ЄС призвела до того, що банкам з Італії, Греції, Португалії, Нідерландів, Іспанії та навіть з Німеччини заборонили інвестувати у банківській бізнес за кордон і надавати туди кредити. З України пішли кілька грецьких банків, один австрійський, один італійський, а нідерландський *ING* у 2009р. вимушений був закрити в Україні підрозділ роздрібного бізнесу. Повторення у вітчизняному банківському секторі інвестиційного буму зразка 2005-2007рр., на нашу думку, зараз є неможливим саме через зовнішні чинники.

3. Зростання облікової ставки ФРС протягом 2018р. викликало зростання ставок за всіма доларовими активами. Збільшення дохідності за облігаціями у доларах США призвело до того, що інвестори менш охоче вкладають свої кошти у фонди прямих інвестицій та безпосередньо за кордон. Зараз у США можна розмістити інвестиції в облігації під 3-5% річних із досить поміркованим ризиком. Зупинення кількісного стимулювання економіки США призвело до звуження ліквідності, яка б могла бути спрямована в якості інвестицій на ринки, що розвиваються. У 2019р. ми очікуємо, що ФРС може призупинити збільшення ключової ставки, і це може відродити інтерес до ринків, що розвиваються, вже у 2020р.

Концепція «гнучкого таргетування інфляції». Нагадаємо, що функціональна ієрархія, яка встановлена вітчизняним законодавством, зобов'язує НБУ слідкувати за ціновою стабільністю, забезпечувати стабільність банківського сектора у разі, якщо це не заважає ціновій стабільності, і одночасно сприяти економічному зростанню, якщо це не загрожує ціновій стабільності і одночасно не загрожує стабільності банківського сектора. У такому форматі законодавчих вимог НБУ може вдаватись до «гнучкого таргетування» інфляції, тобто встановлювати інфляційну ціль та йти до неї з оптимальним тиском на потенційний ВВП. Відповідні тактичні кроки означають, що монетарний тиск на інфляцію повинен бути таким, щоб не втрачати потенціал економічного зростання, але в той самий час знижувати рівень інфляції.

Безумовним плюсом «гнучкого таргетування» є відсутність монетарних шоків для економіки, мінусом є тривалий період приведення інфляції до цільового діапазону. Аналіз тенденцій в економіці України в 2017-2018рр. дозволяє стверджувати, що «гнучке таргетування» інфляції є оптимальним монетарним режимом для нашої країни. *По-перше*, банкам потрібен час для зниження частки *NPL* у кредитних портфелях, і ми бачили, що банки з недержавного сектору з цим завданням справляються. *По-друге*, банкам потрібен час, щоб за рахунок збільшення ставок залучити більше коштів на депозити, співвідношення яких до ВВП в останні роки істотно знизилось, а от грошей поза банками побільшало. Отже період високих ставок необхідний не тільки для приборкання інфляції, а і для вирішення проблем у банківському секторі і повернення його якісних параметрів до докризового рівня.

Монетарне стимулювання економічного розвитку: актуальні висновки для України

Наталія ШЕЛУДЬКО,
*завідувачка відділом грошово-кредитних відносин
ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України»*

Десятиліття тому для подолання наслідків світової фінансово-економічної кризи органи монетарної влади США (а за ними – ЄС та Японії) задіяли нетрадиційний інструментарій монетарної політики¹⁶⁴. Зокрема, масштаби дій ФРС США у цьому напрямі навіть дали підстави стверджувати про фактичне її перетворення «... на гігантський фінансовий орган централізованого планування»¹⁶⁵.

Хоча така монетарна політика і створила певні проблеми (насамперед, в частині посилення боргової складової державних фінансів багатьох країн), макродинаміка США, ЄС, Китаю свідчить про те, що вдалося переломити несприятливі тенденції в економіці: в США вже з червня 2009р. і дотепер триває економічне піднесення¹⁶⁶; незважаючи на певне уповільнення та загострення протиріч з США, достатньо високі темпи приросту ВВП демонструє Китай. За даними Євростату, ВВП ЄС у 2017р. зріс на 2,5%, безробіття знижується, у т.ч. в найбільш проблемних країнах ЄС.

Натомість в Україні догматика монетарної політики упродовж останніх років цілком обґрунтовано вважається обмежувачим фактором економічного прискорення¹⁶⁷. Враховуючи, з одного боку, погіршення перспектив світової економіки¹⁶⁸, а з іншого – ту обставину, що країна входить у складний період політичної турбулентності, видається доцільним акцентувати на світовому досвіді раціональності і прагматизму рішень в частині монетарної політики, які дозволили у складних умовах забезпечити економічне відновлення і зростання.

Монетарне стимулювання економічного відновлення: досвід ЄС.

Для подолання наслідків боргової кризи як з боку ЄЦБ, так і з боку національних урядів було прийнято комплекс заходів щодо монетарного стимулювання ділової активності (зниження ставок рефінансування, за кредитами і депозитами, кількісного пом'якшення шляхом придбання ЄЦБ

¹⁶⁴ Див. докладніше: Монетарная власть в современном мире: кто бросит вызов доллару. К., 2017.

¹⁶⁵ Hummel J. Ben Bernanke versus Milton Friedman. The Federal Reserve's Emergence as the U.S. Economy's Central Planner // The Independent Review, 2011, vol. 15, No.4, 485–518pp.

¹⁶⁶ Executive Office of the President, Council of Economic Advisors. Economic Report of the President Transmitted to the Congress February 2016. Together with the Annual Report of the Council of Economic Advisers. – <https://www.govinfo.gov/features/featured-content/ERP-2016>.

¹⁶⁷ Юрчишин В. Сценарій-прогноз розвитку економіки України: обмежений песимізм. К., Заповіт, 2018.

¹⁶⁸ Darkening Prospects: Global Economy to Slow to 2.9 percent in 2019 as Trade, Investment Weaken. – <http://www.worldbank.org/en/news/press-release/2019/01/08/darkening-prospects-global-economy-to-slow-to-29-percent-in-2019-as-trade-investment-weaken>.

фінансових активів у комерційних банків та інших приватних підприємств), оздоровлення суверенних і банківських балансів. У комплексі це дозволило, хоч і не відразу, стабілізувати ситуацію і вийти на траєкторію економічного зростання.

Заходи, вжиті для подолання боргової кризи і забезпечення фінансової стабілізації – як з боку ЄЦБ щодо підтримки попиту і зменшення фінансової фрагментації, так і з боку національних урядів щодо поліпшення суверенних і банківських балансів, – з часом привели до поступового відновлення економік країни Єврозони. Хоча, слід визнати, що відновлення є нестійким, і темпи зростання є дещо нижчими, порівняно з геополітичними конкурентами (як Китаєм, так і США).

Такий стан справ обумовлений комплексом причин. *По-перше*, європейські країни, що входять до валютного союзу (EMU), позбавлені можливості використання плаваючих валютних курсів національних валют для корегування макроекономічних дисбалансів, а такі компенсаційні механізми, як еластичність національних цін і заробітних плат, мобільність робочої сили і фіскальні трансферти, не є в теперішніх умовах достатньо дієвими і надійними.

На даний час більшість країн ЄС (19 з 28) входять в зону євро, що дозволяє їм використовувати єдиний монетарний механізм регулювання економічного розвитку шляхом визначення обсягів грошової емісії і рівня ключової процентної ставки. Право на використання цього механізму належить ЄЦБ, найпершим завданням якого є збереження цінової стабільності.

Проте, об'єднання багатьох країн в єдину валютну зону має не тільки позитивні наслідки, пов'язані з конвергенцією національних економік, зниженням трансакційних витрат і єдністю монетарної політики, але й негативні, обумовлені різними рівнями розвитку політичних, економічних, банківських і фіскальних систем країн-членів, їх інституційними особливостями та, як наслідок – фінансовою фрагментацією EMU, коли окремі економічні суб'єкти з однаковим профілем, але працюючі у різних країнах (одні – у так званих безпечних, а інші – у тих, що відносяться до групи ризику), отримують фінансування на різних умовах. Звідси – викривлення базових умов господарювання і проблеми з функціонуванням економіки Єврозони. Особливо наочно це проявилось під час європейської кризи суверенних боргів – явища, інспірованого фінансовою кризою у США, корені якого криються в іманентних властивостях самої Єврозони, зокрема у відносно слабкому рівні інтеграції країн-членів. Більш того, банки з найсильніших європейських економік також несуть свою частку відповідальності за поширення цієї хвороби зі Сполучених Штатів до Європи, тому що вони також робили масові інвестиції в структуровані фінансові продукти.

По-друге, використання монетарної політики за принципом «один розмір пасує всім» без належної прив'язки до інших напрямів економічної політики, перш за все бюджетно-податкової, в країнах з великим різноманіттям і рівнем розвитку політичних, соціально-економічних та інституційних структур пов'язане з системними втратами ефективності і результативності.

По-третє, принципове значення має незавершеність інституційної структури та фрагментарність механізмів управління в ЕМУ. Зокрема, хоча питання загальноєвропейського банківського нагляду і бюджетних правил активно обговорювались ще під час підготовки ЕМУ, вони так і залишились у компетенції національних урядів, що з часом стало джерелом багатьох проблем, зокрема теперішніх суперечок між Францією і Німеччиною з приводу дотримання вимог Маастрихтських угод щодо граничного дефіциту бюджету, між центром і периферією ЄС щодо цілей і методів економічної політики та ін. Усе це обумовило необхідність подальшого просування європейських інтеграційних процесів, тепер уже в напрямі реалізації концепції чотирьох союзів («4-Unions») – бюджетного, банківського, економічного і політичного¹⁶⁹.

На даний час ситуація в Єврозоні характеризується поступовим поліпшенням раціональних очікувань економічних суб'єктів. Але економічне відновлення є недостатнім і нерівномірним (оцінки по ВВП на 2018р. були знижені до 1,8% з 2%, на 2019р. – з 1,8% до 1,7%). Інфляція знаходиться на низькому рівні (хоча ЄЦБ і підвищив прогноз інфляції на 2018р. до 1,7%), фінансові ринки, як і раніше, залишаються фрагментованими. Такий стан справ перешкоджає відновленню економічної рівноваги і суттєвому прогресу у скороченні боргів і безробіття.

Останні дії ЄЦБ у сфері монетарної політики¹⁷⁰ повинні сприяти вирішенню проблем фінансової фрагментації і низької інфляції. В умовах, коли ФРС США завершила програми кількісного пом'якшення у жовтні 2014р. і в 2017р. тричі піднімала процентну ставку, в 2018р. – чотири рази (за підсумками січневого засідання 2019р. ключова ставка залишена на рівні 2,25-2,5%), ЄЦБ націлений на збереження нульової процентної ставки і не буде реінвестувати кошти від погашення викуплених облігацій. Єврозоні потрібен дешевий євро – слабка валюта сприяє збільшенню позитивного сальдо рахунку поточних операцій Єврозони. Особливо це необхідно периферійним країнам, для яких розширення експортного потенціалу є одним з найбільш важливих факторів економічної стабілізації.

Важливе значення для вирішення теперішніх проблем Єврозони має також подальше просування структурних реформ. Зокрема, потрібно створювати альтернативні джерела фінансування, особливо для МСП, які зіштовхуються з найбільшими проблемами в частині доступу до банківського кредитування. Потрібні також заходи щодо стимулювання попиту і усунення специфічних для окремих країн структурних недоліків, особливо у сфері молодіжного безробіття.

¹⁶⁹ Mongelli, F.P. The mutating euro area crisis is the balance between "sceptics" and "advocates" shifting? – European Central Bank, Occasional Paper Series № 144 / February 2013, 42p.

¹⁷⁰ ЄЦБ у грудні 2018р. підтвердив наміри скорочення кількісного пом'якшення, за час дії якого євро регулятор скупив облігації (суверенних і корпоративних) на €2,6 трлн. Крім того, Єврокомісія розробила пакет заходів, спрямованих на збільшення використання євро в таких стратегічних сферах як енергетика, сировинні товари, літакобудування (зараз понад 80% імпортованих ЄС енергоресурсів обслуговується в доларах).

У цілому ж розвиток економічних подій у Єврозоні протягом останніх років ще раз підкреслив, що хоча монетарна політика є важливим важелем вирішення проблем, у т.ч. з суверенними боргами, але вона не здатна надійно вирішити проблеми економічного відновлення. Вирішальне значення для цього мають фундаментальні фактори і насамперед – створення інституційного середовища, в якому європейські підприємства зможуть успішно конкурувати з суб'єктами господарювання з неєвропейських країн. Для цього внутрішній попит повинен бути підтриманий заходами у сфері монетарної політики, поліпшенням фінансових умов, успіхами фінансової консолідації і структурними реформами, більш низькими цінами на енергію. А це залежить від чинників, які виходять за рамки безпосередньо монетарної політики – цін на енергоносії, інвестицій в освіту, НДДКР, розвитку інфраструктури, успіхів неоіндустріалізації тощо. У цьому відношенні ЄС поки що продовжує поступово відставати від своїх головних конкурентів.

Монетарне стимулювання економічного зростання в США. США володіють найпотужнішим монетарним механізмом у світі, що базується на доларі – основному засобі обслуговування світового торгового обороту і основною резервною валютою у світі. Цей механізм активно використовується для підтримки економічного зростання і вирішення різнопланових актуальних проблем фінансового і реального секторів економіки.

У зв'язку з фінансовою кризою 2007-2008рр. і необхідністю якнайшвидшого подолання її наслідків, наприкінці 2008р. ФРС першою у світі перейшла до стимулювання економіки за допомогою нетрадиційних інструментів грошово-кредитної політики (*unconventional policy tools*) в умовах, коли можливості традиційного монетарного регулювання у США фактично були вичерпані, оскільки ефективна ставка по федеральних фондах уже практично була нульовою і надалі зменшуватись не могла.

По-перше, це так зване кількісне пом'якшення (*Quantitative Easing – QE*), що передбачає викуп різних активів, зокрема, облігацій іпотечних агентств і казначейських облігацій, а також проведення операцій «твіст» (*Operation Twist*) – заміщення у портфелі ФРС короткострокових паперів довгостроковими. І, по-друге, це так зване «*forward guidance*» – більш деталізоване і чітко висловлене інформування про майбутнє монетарної політики.

Застосування комплексу цих заходів обумовило розширення і зміну структури балансу ФРС та в тій чи іншій мірі вплинуло на різні сфери економічної і фінансової активності як у США, так і в усьому світі.

Завдяки використанню цих підходів ФРС вдалося добитися своєї проміжної мети, яка полягає в зниженні загального рівня ставок, у т.ч. за довгостроковими фінансовими інструментами. Цей ефект мав місце для широкого кола інструментів і не був обмежений виключно тими, які безпосередньо брали участь в програмах ФРС з викупу цінних паперів. І хоча найбільш суттєві зниження дохідності казначейських облігацій припадали на періоди між раундами кількісного пом'якшення, аналіз свідчить, що за відсутності таких заходів рівні дохідності за даними інструментам могли б бути значно вищими.

Це підтверджується низкою досліджень, в яких були отримані кількісні оцінки впливу заходів монетарної політики на економічне зростання у США¹⁷¹. Що стосується тих чинників, які заважали відновленню економічного зростання на основі використання можливостей монетарного механізму, то серед них Дж. Єллен (*Janet L. Yellen*), колишня голова ради керуючих ФРС, називала, перш за все, обмеження у сфері бюджетно-податкової (фіскальної) політики¹⁷².

Важливо також підкреслити, що, незважаючи на безпрецедентні впливання ліквідності в економіку у відповідь на фінансову кризу, ФРС вдалося забезпечити досить стабільну динаміку індексу споживчих цін в 2010-2014рр. (у середньому – менше 2%). Інфляційні очікування також залишаються поблизу встановленої регулятором мети.

У той же час, незважаючи на прийняті заходи, кредитна активність в США залишалася відносно слабкою, що було пов'язано з проблемами як з боку попиту, так і з боку пропозиції. Дії ФРС, спрямовані на відродження існуючої до кризи моделі економічного зростання, заснованій на високій кредитній активності суб'єктів господарювання, виявились недостатньо ефективними в умовах, коли більшість економічних агентів прагне знизити рівень боргового навантаження і перейти до більш збалансованого споживання.

Відносна слабкість іпотечного і споживчого кредитування (особливо кредитування під заставу нерухомості) гальмувала зростання споживчих витрат домашніх господарств. Стагнація в секторі будівництва також перешкоджала прискоренню економічного зростання, а падіння цін на житло обумовило масштабні втрати добробуту домогосподарств – зменшення чистої вартості житлової нерухомості порівняно з 2005р. становило 40%, або \$5 трлн.

¹⁷¹ Так, у роботі Hess C., Laforge J., Reifschneider D., and Williams J.C. [Hess C. Have We Underestimated the Likelihood and Severity of Zero Lower Bound Events? / C. Hess, J. Laforge, D. Reifschneider, J.C. Williams // *Journal of Money, Credit and Banking*. – 2012. – Vol. 44 supplement (February). – 47-82pp.] показано, що завдяки першим двом раундів кількісного пом'якшення у середині 2012р. реальний ВВП США був на 3% вище, ніж за відсутності стимулюючих заходів з боку ФРС. Оцінюючи виключно наслідки другого раунду кількісного пом'якшення (коли обсяги вливань ліквідності були приблизно у 3 рази менше наданих у ході першого раунду) Fuhrer J.C. та Olivei J.P. [Fuhrer, J.C. The Estimated Macroeconomic Effects of the Federal Reserve's Large-Scale Treasury Purchase Program / J.C. Fuhrer and J.P. Olivei – Federal Reserve Bank of Boston. Public Policy Brief 2011-02. April 2011 – <http://www.bos.frb.org/economic/ppb/2011/ppb112.htm>], отримали зіставні результати: зростання ВВП на 1% через 2 роки після початку дії програми. Також відомі інші як більш, так і менш значні оцінки внеску монетарної політики в прискорення темпів економічного зростання [Baumeister C. Unconventional Monetary Policy and the Great Recession: Estimating the Impact of a Compression in the Yield Spread at the Zero Lower Bound / C. Baumeister, L. Benati. – European Central Bank. Working Paper No.1258, October 2010. – <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp1258.pdf>; Kiley M. The Aggregate Demand Effects of Short- and Long-Term Interest Rates. Finance and Economics Discussion Series. – <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2012/201254/201254abs.html>].

¹⁷² Yellen J. A Painfully Slow Recovery for America's Workers: Causes, Implications, and the Federal Reserve's Response / Janet L. Yellen / A Trans-Atlantic Agenda for Shared Prosperity. A Conference Sponsored by the AFL-CIO, Friedrich Ebert Stiftung and the IMK Macroeconomic Policy Institute. – Washington, D.C., 2013. – 18p.

На відміну від обмеженого впливу монетарного механізму на кредитну активність, ефект вжитих ФРС заходів на динаміку ринку акцій можна охарактеризувати як однозначно позитивний. За період дії першого раунду кількісного пом'якшення індекс S&P, кошик якого включає 500 акціонерних компаній США з найбільшим рівнем капіталізації (S&P 500), виріс більш ніж на 36%, і другого раунду кількісного пом'якшення – ще на 24%. За час дії «операції твіст» зростання індексу S&P 500 склало 22%. Наразі він продовжує рух за висхідною траєкторією.

Проте таке досить швидке зростання фондового ринку ввійшло у певну суперечність з динамікою реальної економіки, що обумовлює подальше зростання фінансових ризиків в економіці США. Так, зокрема, після тривалого періоду низьких процентних ставок корпоративна заборгованість зростає майже до 47% ВВП (що перевищує рівень 2008-2009рр.). Крім того, як наголошують експерти *Economist Intelligence Unit (EIU)*, впала якість боргу – більше половини корпоративного боргу в США має низький рейтинг (*BBB*).

Фахівці *Moody's Analytics*¹⁷³ також схиляються в своїх оцінках до того, що кризи в економіці США можуть спричинити ризикові борги нефінансових корпорацій (в сумі зі «сміттєвими» корпоративними облігаціям борги наближаються до 2,7 трлн дол.)

Таким чином, досвід США демонструє, що адекватне і раціональне використання монетарного інструментарію, навіть у складних умовах системної кризи, може надати позитивний імпульс для відновлення національної економіки та її переходу на траєкторію зростання. Але навіть при найбільш професійному і успішному використанні інструментів монетарної політики, вони дозволяють забезпечити лише часткове відновлення економічного зростання – за умови, якщо базова модель функціонування економіки залишається незмінною.

З цієї причини монетарний інструментарій не може розглядатися як самодостатній засіб «лікування» економіки після системних криз. Потрібні зміни також у механізмах функціонування реального сектору економіки, пов'язані з прискоренням НТП, впровадженням нових продуктів і процесів, створенням нових високотехнологічних робочих місць тощо.

Це є важливим уроком, у тому числі для України. Монетарна політика може і повинна використовуватись для відновлення розвитку економіки і стимулювання зростання в країні, але навіть такий потужний монетарний механізм, як у США, не спроможний замінити необхідних дій, пов'язаних з модернізацією реального сектору, розвитком прогресивного виробництва, яке є основним генератором інновацій у сучасній високотехнологічній і висококонкурентній економіці.

Для виходу на стійку траєкторію економічного зростання в США потрібні були також додаткові стимулюючі заходи за межами монетарної політики, враховуючи значні дисбаланси, що існували і зберігаються в системі державних фінансів США. В умовах, коли необхідні скоординовані

¹⁷³ Moody's назвало возможную причину следующего кризиса в США. – <https://www.rbc.ru/economics/28/08/2018/5b851fc89a79472e8a97ee51>.

стимулюючі монетарні і фінансові заходи, монетарний механізм США використовується не тільки для сприяння відновленню економіки, але й для компенсації негативних наслідків вимушеної економії на програмах бюджетної підтримки національного господарства. Це покладає додаткове навантаження на монетарну політику і збільшує її ризики.

При цьому, як свідчить досвід США, національні системи забезпечення фінансової стабільності часто відстають від інновацій у монетарній сфері, що вимагає створення нових механізмів зменшення системних ризиків у світовій економіці і обумовлює необхідність подальшої інтенсифікації співробітництва урядів країн, міжнародних фінансових організацій, органів регулювання і нагляду з метою своєчасної розробки і впровадження упереджувачих заходів щодо можливих фінансових криз і швидкого подолання їх наслідків.

Ще одним важливим уроком для України, що випливає з досвіду використання монетарного механізму економічного розвитку в умовах глобальної фінансової нестабільності, є важливість стабільно сприятливого інституційного середовища і врахування чиннику *path dependence*. У США економічні суб'єкти у цілому звикли довіряти ФРС і тим інноваційним заходам, які нею вживаються для вирішення поточних і стратегічних проблем розвитку (у тому числі тому, що вони, зазвичай, є досить професійними і успішними). Зі свого боку монетарна влада країни приймає необхідні заходи для того, щоб цей інститут довіри зберігався й надалі. З цією метою, зокрема, було використано такий інструмент, як «*forward guidance*», який має важливе інституційне значення з позицій дотримання «довгих» правил поведінки.

Очевидно, що саме брак такої взаємної довіри в Україні і відсутність «довгих» правил поведінки економічних суб'єктів, не завжди професійні дії у сфері монетарної політики та пов'язане з цим стабільно несприятливе інституційне середовище¹⁷⁴, є одними з головних викликів, що стоять перед органами монетарної влади в Україні.

Монетарне стимулювання економічного зростання: досвід Китаю. Стрімке зростання китайської економіки упродовж останніх десятиріч підтримувалося значною мірою за рахунок високої інвестиційної компоненти (у процентному відношенні до ВВП – близько 50%) при директивному плануванні кредитних вкладень. При цьому обмінний курс

¹⁷⁴ Зокрема, т.зв. «очищення» – безпрецедентне скорочення кількості банків, яке розпочалося з кінця 2013р. Цей захід став першим етапом реалізації Комплексної програми розвитку фінансового сектора України до 2020р., яким передбачалось «очищення» фінансового сектора – кардинальне вирішення проблеми «баластів» минулого, виведення з ринку недобросовісних гравців, розкриття власників учасників фінансового сектора. Проте на практиці масова ліквідація банків виявилась мало схожою на «переформатування» банківського сектора, оскільки в умовах економічної нестабільності процес агресивного виведення банків з ринку негативно вплинув на інші сектори економіки.

Зокрема, безпосередніми наслідками виведення такої кількості банків з ринку стало стиснення кредитного потенціалу банківського сектора, вплив депозитів, погіршення фінансового стану підприємств, різке зростання фінансового навантаження на ФГВФО та держбюджет (докладніше див.: Гаркавенко В.І., Шаповал Ю.І. «Очищення» банківського сектора в Україні: ціна для суспільства та держави. / Український соціум, 2017, №1, с.108–123).

CNY штучно занижувався, що стимулювало експорт товарів і послуг «глобальної фабрики світу».

Будівництво інфраструктури, зокрема нових міст для мігрантів із сільської місцевості, зайнятих у виробничому секторі, у комплексі з директивним розподілом кредитних ресурсів та заниженою процентною ставкою спричинило значні дисбаланси: насамперед в частині рівнів заборгованості нефінансових корпорацій та населення, «буму» кредитування, результатом якого стало стрімке зростання цін на нерухомість. Експерти звертають увагу на той факт, що середня вартість квадратного метра в Пекіні наближається до \$9 тис. (що співставно з Нью-Йорком). Медіанна ж ціна об'єкта нерухомості на китайському ринку \$182 тис. (у США медіанна ціна будинку \$258 тис.) і це при тому, що ВВП на душу населення в США у 6,5 разів вищий¹⁷⁵. Загальний борг нефінансових корпорацій та домогосподарств в КНР, за даними *McKinsey*¹⁷⁶, з 2007р. по 2017р. зріс зі 117% ВВП до 210% ВВП.

У довгостроковій перспективі відхід Китаю від моделі економічного розвитку, заснованої на експорті та інвестиціях (експортно-орієнтована модель економіки), має призвести до нижчих, але стійкіших темпів зростання (у 2013р. економічне зростання сповільнилося і склало 7,7%, за попередніми оцінками, у 2018р. ВВП зріс на 6,6%, у 2019р. темпи зростання очікуються біля 6,2%¹⁷⁷). Наразі влада КНР усвідомлює, що будь-яка масштабна програма стимулювання економічного зростання буде менш ефективною в умовах недостатньо раціонального використання капіталів, яке стає все більш помітним. Крім того, повернення до екстенсивної моделі стимулювання економічного зростання може знизити можливості подальшого проведення реформ і поставити під сумнів їх ефективність. Тому акцент робиться на розвитку окремих секторів, які вважаються пріоритетними і дійсно потребують інвестицій.

Темпи уповільнення економіки Китаю не є критичними, про що неодноразово заявляло керівництво КНР, у т.ч. з огляду на концентрацію насамперед на стабільності та якості зростання. Китай відводить вирішальну роль реформам, за підсумками яких внутрішнє споживання та послуги будуть ключовими чинниками зростання.

Нинішнє протистояння КНР з США, яке багато хто з експертів вважає «торговою війною» насправді має глибші корені – адміністрація Д.Трампа усвідомлює небезпеку втрати технологічного лідерства у найближчі десятиліття, тому намагатиметься (і вже намагається) розірвати (або принаймні блокувати) ті виробничі ланцюги, де залежність американських компаній від китайських виробників є сильною.

Якщо донедавна Китай, у т.ч. завдяки монетарній політиці по утриманню стабільно низького курсу юаня CNY, був світовим центром офшорінгу і

¹⁷⁵ Закрытие Чимерики. – <https://www.kommersant.ru/doc/3786795?>

¹⁷⁶ Visualizing global debt. – <https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/visualizing-global-debt>.

¹⁷⁷ Global Economic Prospects: Darkening Skies: A World Bank Grope Rangship Report. January 2019. – <http://www.worldbank.org/en/publication/global-economic-prospects>.

майстернею по виготовленню багатьох видів продукції, нині його пріоритети зміщуються у бік глобального домінування, свідченням чому є проекти «Один пояс – один шлях», «Зроблено в Китаї-2025».

Для досягнення таких амбітних цілей при збереженні соціально-політичної стабільності Китаю доведеться при вирішенні проблем забезпечення подальшого стабільного зростання, подолання бідності і збільшення доходів населення покладатися не на зовнішні, а на внутрішні ринки, розвиток сфери послуг, внутрішнє споживання і попит, тобто по суті – на нову більш інтенсивну модель економічного зростання.

У забезпеченні переходу на таку модель ключове значення має монетарна політика, яка у комплексі з іншими інструментами регулювання змішаної економіки спрямована на досягнення макроекономічної і фінансової стабільності, ефективне розміщення обмежених ресурсів і амортизацію шоків внутрішнього та зовнішнього походження.

Зокрема, Китай активно розширює сферу своєї монетарної влади. Ч. Сяочуань, глава Народного банку Китаю (*PBOC*), неодноразово озвучував пропозицію переходу до такої міжнародної валютної системи, яка б дозволяла використовувати для інвестицій та платежів кілька валют¹⁷⁸. І вже понад 50% не китайських підприємств використовують юань для платежів за межами Китаю: в Сингапурі – 74%, в Південній Кореї – 59%, в зоні євро – 58%, у Великій Британії – 57%, у Північній Америці – 54%¹⁷⁹. Такі компанії, як *Daimler* в Німеччині, *Ford* и *General Motors* в США, використовують юань в якості другої найбільш використовуваної валюти¹⁸⁰.

В останні роки уряд КНР і Народний банк Китаю приділяють багато уваги ринковій трансформації монетарної політики, що спростило доступ на китайські фінансові ринки і слугувало укріпленню зв'язків між китайськими і міжнародними інвесторами. Тим не менше, нинішні умови реалізації монетарної політики Китаю мають певну специфіку.

Як очікується, у 2019р. монетарна влада Китаю більше уваги приділятиме забезпеченню фінансової стабільності шляхом пошуку балансу між стимулюванням економічного розвитку і зниженням боргового навантаження в економіці. У рамках першого завдання (стимулювання економічного розвитку) Китай вже переглянув позицію по вкладеннях в казначейські облігації США, а Народний банк Китаю упродовж 2018р. неодноразово переглядав вимоги до банків щодо резервування у бік зниження.

¹⁷⁸ Subacchi P. American Leadership in a Multipolar World. – <http://www.project-syndicate.org/commentary/china-united-states-global-governance-by-paola-subacchi-2015-04/russian>.

¹⁷⁹ Allen & Overly. Generation ¥ – RMB: the new global currency. / Allenoverly.com, 2015 an Economist Intelligence Unit report.

¹⁸⁰ Long K. Banking industry news & analysis of international finance. – <http://www.euromoney.com/Article/3446564/RMB-usage-hampered-by-expertise-liquidity-deficit.html>.

Паралельно з цим розглядаються питання розміщення крупних замовлень (здійснення закупівель) у тих китайських компаній, які «постраждали» унаслідок посилення жорсткості торгової політики США. У рамках контролю за борговим навантаженням в економіці в Китаї були запроваджені жорсткіші умови в сегменті кредитування *P2P*, що, враховуючи масштаби такого кредитування, може мати наслідком певні деструкції.

Тому монетарна політика Китаю повинна враховувати ці специфічні обставини і одночасно підтримувати декілька цілей: помірно низьку інфляцію (контроль за якою має найвищий пріоритет), достатні темпи економічного зростання, високий рівень зайнятості і відносно низький – безробіття, активний платіжний баланс.

Виходячи з нинішньої ситуації, цілком ймовірно, що у найближчі роки Народний банк Китаю намагатиметься продовжувати проводити монетарну політику стимулювання розвитку національної економіки. Проте вона буде затиснута у «лещатах» протиріч, обумовлених необхідністю стимулювати економічний розвиток і послаблювати проблему боргового навантаження.

Зокрема регулятор має брати до уваги, що надлишок виробничих потужностей як результат прискореного розвитку минулих років спричиняє дефляційні та інші несприятливі тенденції, які до того ж посилюються у зв'язку з недостатньою збалансованістю фінансової системи, загрозливим зростанням корпоративних боргів у нефінансовому секторі економіки тощо. А ці проблеми, у свою чергу, є складовою більш широкого кола соціально-економічних протиріч, які накладають додаткові обмеження на вибір варіантів політики підтримки стабільного розвитку і використовуваного для цього монетарного інструментарію.

Крім того, прогрес досягнутий Китаєм в напрямі інтернаціоналізації юаня (включення з 1.10.2016р. в кошик резервних валют МВФ¹⁸¹) та удосконалення локальної інфраструктури фінансових ринків, з одного боку, сприятиме подальшому попиту суверенних та приватних інвесторів на активи, номіновані в китайській валюті, а з іншого – породжує ризики контролю за валютним курсом та відтоку капіталу¹⁸² (з усіма наслідками для китайської і світової економіки).

У цілому досвід Китаю, який важливо брати до уваги, у т.ч. й в Україні, свідчить про те, що опора на загальний (універсальний) «ринковий» монетарний механізм економічного розвитку – це певне перебільшення. Успіхи Китаю, які дійсно мають світові масштаби і наслідки, були досягнуті при домінуванні у структурі фінансової системи крупних державних банків, при «неринковому» стабільно низькому курсі *CNY*

¹⁸¹ IMF Launches New SDR Basket Including Chinese Renminbi, Determines New Currency Amounts. – <https://www.imf.org/en/News/Articles/2016/09/30/AM16-PR16440-IMF-Launches-New-SDR-Basket-Including-Chinese-Renminbi>.

¹⁸² Зокрема, за даними Institute of International Finance (м. Вашингтон), сумарний чистий відтік з ринків висхідних країн за підсумками 2018р. становив \$23 млрд. Причому на фоні загострення торговельних суперечок з США відтік коштів з Китаю прискорився.

відносно долара США і «неринкових» процентних ставках по депозитах і кредитах, при нерозвинутому фондовому ринку.

І тепер, коли китайська економіка переходить на новий етап свого розвитку, монетарний механізм економічного зростання змінюється у «ринковому» напрямі, але поступово і послідовно. Монетарна влада Китаю не впроваджує негайно наполегливі рекомендації міжнародних фінансових інституцій щодо лібералізації та ін., а адекватно їх застосовує з огляду на специфіку проблем національного розвитку.

Україна: ключові ризики і виклики для монетарної політики в умовах «нової реальності». «Нова економічна реальність», з якою країнам світу прийдеться зіштовхнутися найближчими роками, як впливає з узагальнень провідних аналітичних центрів, полягатиме у тому, що:

- світова економіка (принаймні у найближчі 2 роки) зростатиме нижчими темпами¹⁸³;
- знижується інтенсивність у глобальній торгівлі, яка супроводжується структурними зрушеннями у ній¹⁸⁴;
- зберігаються високі рівні суверенної і приватної заборгованості¹⁸⁵.

До того ж, як ми і очікували¹⁸⁶, нинішнє загострення торговельних суперечок між США і Китаєм – не що інше, як чергова фаза боротьби за домінування у новій індустріальній структурі світу, а також раціоналізація виробничих ланцюгів.

Україну у 2019р., за оцінками Світового банку, очікує уповільнення темпів економічного зростання. Враховуючи погіршення перспектив світової економіки, входження у період політичної турбулентності, а також масштаби накопичених деформацій, видається доцільним акцентувати на окремих аспектах, які слід враховувати в монетарній політиці, щоб в таких складних обставинах все ж забезпечити стимулюючий вплив на економічний розвиток.

В одному з досліджень нами було акцентовано увагу на загрозових тенденціях «боргового навісу», сформованого в секторі нефінансових корпорацій (НФК)¹⁸⁷. За таких умов міжгалузовий кругообіг капіталу гальмується, кредитний механізм не функціонує на повну потужність.

¹⁸³ Darkening Prospects: Global Economy to Slow to 2.9 percent in 2019 as Trade, Investment Weaken. – <http://www.worldbank.org/en/news/press-release/2019/01/08/darkening-prospects-global-economy-to-slow-to-29-percent-in-2019-as-trade-investment-weaken>.

¹⁸⁴ Globalization in Transitions: The Future of Trade and Value Chains. January 2019.– <https://www.mckinsey.com/~media/mckinsey/featured%20insights/innovation/globalization%20in%20transition%20the%20future%20of%20trade%20and%20value%20chains/mgi-globalization%20in%20transition-the-future-of-trade-and-value-chains-full-report.ashx>.

¹⁸⁵ Global Debt Monitor. – <https://www.iif.com/Research/Capital-Flows-and-Debt>.

¹⁸⁶ Див. детальніше: Монетарная власть в современном мире: кто бросит вызов доллару. К., 2017.

¹⁸⁷ Зимовець В., Шелудько Н. Боргове навантаження та інвестиційна дисфункція в реальному секторі економіки України. Економіка промисловості, 2017, №3, с.82-91.

Подальші дослідження¹⁸⁸ підтвердили формування викривленої моделі фінансування бізнесу в Україні: сукупна частка власного капіталу у джерелах фінансування підприємств корпоративного сектору економіки України складає близько 33–35%, а частка поточних зобов'язань перевищує 60% загального обсягу боргу, що створює критично високі ризики для функціонування інших сегментів фінансової системи країни.

Фактично продовжується звуження інтенсивності фінансових відносин підприємств із банками та фондовим ринком під тиском «ефекту витіснення» та «очищення» банківського сектора 2014-2016рр.¹⁸⁹ на тлі прогресуючої офшоризації фінансів підприємств корпоративного сектору України: не розраховуючи на можливість фінансування інвестицій за рахунок залученого на фінансових ринках капіталу, підприємства планують і реалізують інвестиційні проекти, спираючись на «тіньові» та офшорні капітали¹⁹⁰.

На даний час надмірна боргова залежність підприємств, макроекономічна нестабільність, високі валютні та суверенні ризики України створюють вкрай несприятливі умови для стимулювання інвестиційної діяльності підприємств, нарощування високотехнологічного експорту.

Актуальним залишається висновок про неспроможність ринкових механізмів дати інвестиційний поштовх модернізації підприємств на новітній технологічній основі без державної підтримки¹⁹¹. Чи не єдиним позитивним прикладом ефективної реалізації такої підтримки залишається запущений Урядом в 2017р. механізм часткової компенсації вартості продукції українського сільгоспмашинобудування¹⁹². Натомість до цього часу повноцінно не функціонує ЕКА, у 2018р. не вдалося запустити програмку державної підтримки інновацій у промисловості¹⁹³.

У зв'язку з цим чи не єдиною альтернативою є реанімація концепту економічного націоналізму та відповідна корекція інструментарію монетарної політики з тим, щоб насамперед послабити негативний вплив «ефекту витіснення» на функціонування фінансових ринків і забезпечити стимулювання інвестиційної активності у виробничому секторі.

¹⁸⁸ Звіт НДР «Розвиток фінансів підприємств корпоративного сектору економіки України» відділу фінансів реального сектору ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України» (неопублікована праця).

¹⁸⁹ Гаркавенко В.І., Шаповал Ю.І. «Очищення» банківського сектора в Україні: ціна для суспільства та держави. // Український соціум, 2017, №1, с.108-123.

¹⁹⁰ Зимовець В. Про сценарії адаптації бізнесу до макрофінансових дисбалансів: презентація доповіді. – <https://drive.google.com/drive/folders/1vhVKB7IJ4vkZi-rCTy0vuSjwGTgpCKw>.

¹⁹¹ Зимовець В., Шелудько Н. Божове навантаження та інвестиційна дисфункція в реальному секторі економіки України. // Економіка промисловості, 2017, №3, с.82-91.

¹⁹² Гіршфельд А. Про Програму компенсації і кроки на шляху її реалізації. Пропозиція, 2019, №2, с.182-187.

¹⁹³ Бюджетна програма «Державна підтримка технологічних інновацій для розвитку промисловості». – Про перелік бюджетних програм, порядки використання коштів державного бюджету за якими визначаються у 2018 році Кабінетом Міністрів України, <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/32-2018-%D1%80>.

**Посилення значимості монетарної політики
в країнах Центральної і Східної Європи у посткризовий період
і рекомендації для України**

Редактор видання *Ганна Пашкова*

Дизайнерський супровід *Олександр Шаптала*

**Попередні видання Центру Разумкова
серії «Дискусії про економічний розвиток»**

Глобальні тенденції і перспективи: світова економіка та Україна. – К., 2018, 202 с.

Виклики і ризики розгортання кризових процесів в Україні та напрями економічної політики їх запобігання. – К., 2017, 156 с.

Завдання і перспективи інвестиційно-інтеграційного розвитку України. – К., 2017, 124 с.

Політика монетарного розширення на підтримку зростання і розвитку. – К., 2016, 116 с.

Сучасна валютна політика та особливості її реалізації в Україні. – К., 2016, 120 с.

Борги: час брати і час віддавати. Глобальні тенденції та виклики для України. – К., 2015, 72 с.

Перспективи виходу України на ринки висхідних країн. – К., 2015, 116 с.

Видавництво «Заповіт»

01011, Київ, вул. Панаса Мирного, 7-а, офіс 9.
e-mail: zapovit@gmail.com