



■ **Станіслав Буковинський**
Stanislav Bukovynskyi

Голова Ради Національного банку України, кандидат економічних наук
Chairman of the Council of the National Bank of Ukraine, Ph.D. (Economics)

Забезпечення цінової стабільності і мінімізація системних фінансових ризиків

Ensuring of the price stability and
minimization of systemic financial risks

Немає сенсу казати: “Ми зробили все, що змогли”,
треба зробити те, що необхідно.

Вінстон Черчілль

“It is no use saying, ‘We are doing our best.’
You have got to succeed in doing what is necessary.”

Sir Winston Churchill

Основною функцією Національного банку України є забезпечення стабільності національної грошової одиниці, виконання якої має виходити із пріоритетності досягнення та підтримки цінової стабільності, а в тій частині, що не суперечить головному пріоритету, – сприяти фінансовій стабільності та підтримці сталих темпів економічного зростання. Зрозуміло, що інфляція, валютна і фінансова стабільність – це ті зовнішні ефекти, які бачать усі, проте вони формуються в результаті прихованих глибинних механізмів взаємодії інституційної структури економіки, монетарного і макроекономічного регулювання, інвестиційних процесів, а також глобальних впливів зовнішніх і внутрішніх шоків [1, с. 71]. Радою Національного банку розроблено Основні засади грошово-кредитної політики на 2015 рік, в яких поряд з оцінкою поточного стану визначено ключові напрями здійснення монетарної політики у середньостроковому періоді, зокрема: вдосконалення інституційного забезпечення грошово-кредитного регулювання, перехід до нового монетарного режиму – інфляційного таргетування та розвиток операційної структури монетарної політики в нових умовах.

Ensuring of the stability of the national monetary unit is the principal duty of the National Bank of Ukraine. The fulfillment of the duty must result from the priority of achieving and maintaining the price stability; in the part that does not contradict the priority, one of the NBU main functions is to promote the financial stability and maintain the sustainable economic growth. Inflation as well as exchange rate and financial stability are external effects that everybody can see; however, they are generated by hidden deep mechanisms of interactions of the institutional structure of the economy, monetary and macroeconomic regulation, investment processes, and global impact of external and internal shocks [1, p. 71]. The Council of the National Bank of Ukraine developed the main principles of the monetary policy for 2015, which include the assessment of the current situation and set mid-term monetary policy objectives, in particular, improvement of the institutional structure of the monetary regulation, transition to a new monetary regime – inflation targeting, and development of the operational structure of the monetary policy under new conditions.

УДОСКОНАЛЕННЯ ІНСТИТУЦІЙНОЇ СТРУКТУРИ МОНЕТАРНОГО РЕГУЛЮВАННЯ ДЛЯ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ЦІНОВОЇ І ФІНАНСОВОЇ СТАБІЛЬНОСТІ

Економіка України, яка зазнає тиску підвищених зовнішніх та

внутрішніх ризиків і перебуває в процесі реформ, потребує особливо виваженого регулювання, побудованого на глибокому розумінні нелінійної логіки макроекономічних і фінансових процесів. Без цього розуміння неможливо побудувати систему тактичних і стратегічних регуляторних дій, які б давали бажані

ефекти, а не шокуючі “несподівані” наслідки, коли ліки стають гіршими за саму хворобу.

Що таке нелінійні макроекономічні процеси і чому так важливо розуміти їхню природу? Нелінійність – це об’єктивна якість макроекономічних систем, сутність якої полягає в тому, що на один і той са-

мий простий регуляторний захід система може дати абсолютно непропорційну несподівану реакцію залежно від моменту часу та дисбалансів, що вже накопичилися в ній. Нелінійні системи контрастують із лінійними майже повною “байдужістю” до регуляторних дій в один момент часу і надзвичайною чутливістю до цих дій в інший момент, а лінійні — завжди мають однакову пропорційну реакцію на одну і ту ж дію в будь-який час. Саме в цьому полягає принципова різниця між лінійними і нелінійними системами.

Економіка є надскладним чутливим організмом із яскраво вираженою нелінійністю, який сформований на підґрунті переплетіння мотивацій та рівнів довіри мільйонів її різнорідних учасників. Застосування до неї лінійної логіки регулювання може призвести не лише до відсутності очікуваного ефекту, а й до виникнення руйнівних наслідків. З огляду на це регуляторні рішення на макrorівні повинні враховувати всю систему нелінійних зв'язків, на які вони можуть вплинути. Прикладом невдалого застосування лінійної логіки, на нашу думку, було рішення щодо запровадження в момент розгортання спіралі валютної і фінансової нестабільності податку на процентні доходи з депозитів. Це не лише не дало бажаного ефекту сталого джерела наповнення бюджету, а й прискорило вплив коштів із банківської системи та зменшення обсягу власних інвестиційних ресурсів економіки.

Ще одним таким прикладом було запровадження обов'язкового 100-відсоткового продажу на міжбанківському валютному ринку України надходжень в іноземній валюті з-за кордону, що не тільки не привело до бажаного зростання пропозиції валюти на ринку, а й спровокувало призупинення валютних надходжень у країну, створення штучного дефіциту валюти, зниження довіри до монетарного регулятора та повернення архаїчної форми її обміну — чорного ринку. Тимчасовість цього заходу і наступне скасування низки його положень пом'якшує, але, на жаль, не запобігає зниженню довіри та зростанню структурних дисбалансів. Тому стратегічно важливо, щоб макрорегулятори володіли розвинутою культурою нелінійного макроекономічного мислення, необхідного там, де непридатною є інтуїція, вироблена досвідом тактичного вирішення лінійних завдань.

Стратегічним кроком удосконалення інституційного забезпечення монетарного регулювання є намір щодо створення *Ради з фінансової стабільності*. В основі такого рішення лежить розуміння того, що діяльність, обмежена наглядом за функціонуванням окремих банків та інших фінансових інститутів, не дає можливості бачити цілісну картину структурних диспропорцій і вчасно їм протистояти. Фокус уваги цієї ради буде зосереджено на оцінці системних фінансових ризиків та розробці заходів щодо їх мінімізації.

Глобальна фінансово-економічна криза, що розпочалася у 2008 році, переконливо довела необхідність створення у центральних банках підрозділів, здатних розробляти широке бачення структурних процесів, пов'язаних із монетарною сферою, та оцінку системних ризиків. Зокрема, в Дойче Бундесбанку та інших центральних банках європейських країн функціонують експертні групи, спрямовані на таку оцінку. У США створено Раду з нагляду за фінансовою стабільністю та Раду з системних ризиків (*Financial Stability Oversight Council, FSOC*; *Systemic Risk Council, SRC*), у Європейському Союзі засновано Європейську раду з системних ризиків (*European Systemic Risk Board, ESRB*) та науково-експертний центр, який займається розвитком методології і математичних методів оцінки системних ризиків, в Англії — Комітет фінансової політики (*Financial Policy Committee — FPC*).

У чому полягає зміст системного ризику, і чим він відрізняється від інших відомих видів ризиків — інфляційного, валютного, фінансового, кредитного тощо? Для розуміння цього ключовими є поняття “система”, “цілісність” і “життєздатність системи”. Якщо в ролі системи розглядати біологічний організм, то системним ризиком тут є ризик припинення його біологічного життя. Причини можуть бути різні, але головна — це руйнування життєво важливих зв'язків і функцій системи, що призводить до неможливості її цілісного існування. Щодо фінансової системи, то “спусковим гачком” для реалізації системного ризику можуть бути окремі види ризиків — валютний, ціновий, кредитний тощо. Проте “запуск” сценарію актуалізації системного ризику можливий лише в тому разі, коли система перебуває у стані фундаментальної структурної вразливості до зовнішніх або вну-

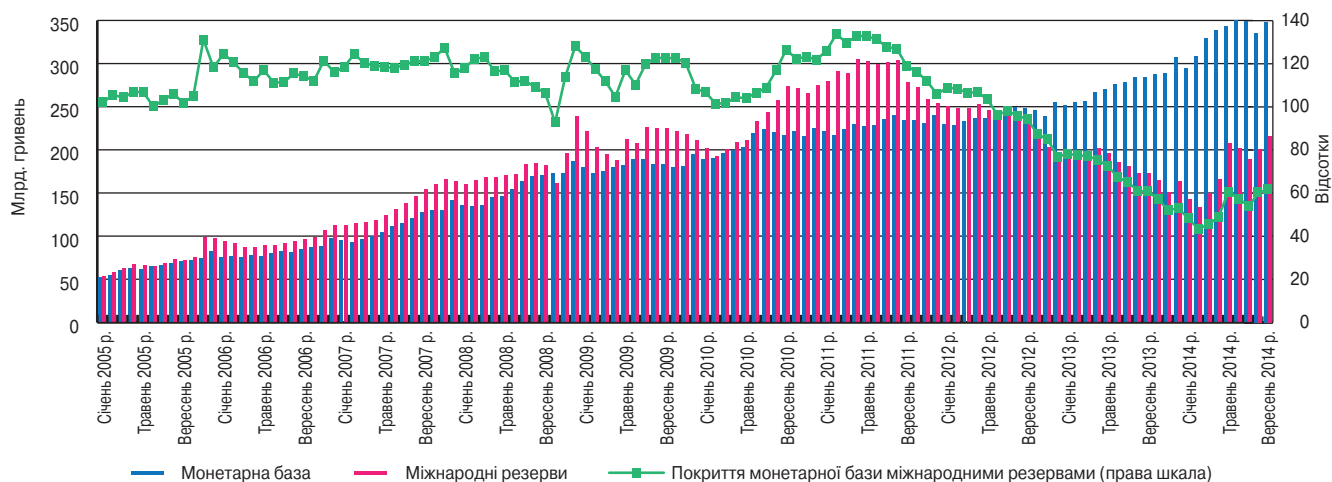
трішніх шоків. Зокрема, якщо структурні характеристики банківської системи свідчать про її серйозні внутрішні дисбаланси і надзвичайно високий рівень фінансової нестабільності, то навіть незначний кредитний, валютний чи інший шок може запустити лавиноподібні процеси розпаду системи загалом, припинення її фундаментальних взаємозв'язків і функціонування. Тобто природа системних ризиків фундаментально відрізняється від інших видів ризиків, з якими раніше працювали експерти, інвестори, макрорегулятори.

Унікальність цього феномена в тому, що зниження індивідуальних ризиків елементів системи може призвести не до зменшення, а до різкого зростання системного ризику. Іншими словами, раціональна поведінка з точки зору індивідуального учасника ринку (наприклад, проведення спекулятивних операцій з валютою для максимізації власного прибутку або продаж банком заставних активів для поповнення ліквідності) в умовах структурної незбалансованості системи в цілому може призвести до несприятливих системних ефектів, зокрема до валютної кризи або до кризи на ринку нерухомості.

Зростання системних ризиків зумовлюється не так динамікою індивідуальних ризиків, як структурними особливостями системи та механізмами поширення кризових явищ між її підсистемами. Відновлення і реконструкція системи після актуалізації системного ризику — завдання, що потребує глибокого розуміння проблеми і значних повноважень у регулюванні. Системні ризики завжди глибоко приховані, вони мають структурну природу і пов'язані з фундаментальними принципами, на яких побудована система. Тому косметичний ремонт, що маскує симптоми хвороби, може не лише не розв'язати проблему, а й загострити її через зволікання з прийняттям правильних рішень і подальшим поглибленням фундаментальних структурних диспропорцій [7, с. 43–44].

До важливих напрямів інституційного вдосконалення монетарного регулювання належать також заходи, спрямовані на підвищення незалежності центрального банку, зокрема його фінансової автономії в аспекті припинення практики авансового перерахування частини його прибутку до державного бюджету.

Графік 1. Динаміка коефіцієнта покриття монетарної бази міжнародними резервами



Джерело: побудовано за офіційними даними Національного банку України [4].

СУТНІСТЬ ВАЛЮТНОЇ СТАБІЛЬНОСТІ В УМОВАХ ГНУЧКОГО КУРСУ ТА ФУНДАМЕНТАЛЬНІ ЧИННИКИ ЇЇ ПОРУШЕННЯ З БОКУ ПЛАТІЖНОГО БАЛАНСУ

Значне знецінення гривні у поєднанні з високою волатильністю її курсу на тлі потужних геополітичних та економічних викликів для України спричинило зниження довіри економічних суб'єктів до Національного банку та економічної політики уряду, відплив депозитів із банківської системи та виведення капіталу. Крім того, девальваційні ефекти мають значний вплив на зростання інфляції. Отже, одним із важливих завдань Національного банку є забезпечення валютної стабільності в тому сенсі, який відповідає змісту режиму гнучкого валютного курсу.

Для відновлення валютної стабільності на якісно нових для України засадах гнучкого валютного курсу і переходу до інфляційного таргетування потрібно розуміти, що означає валютна стабільність у цих умовах і за рахунок яких механізмів її може бути досягнуто. Чітке усвідомлення відповідей на поставлені запитання необхідне на рівні оперативного валютного та монетарного регулювання для недопущення помилок, які загострюють ризики посилення валютної і банківської нестабільності. Згідно з відомим у світовій науці і практиці підходом стабільність національної валюти (валютна стабільність) — це один із трьох станів:

1) в умовах режиму фіксованого курсу — це фіксований курс націо-

нальної валюти на рівні, що відповідає рівновазі валютного ринку в національній економіці;

в умовах гнучкого (плаваючого) курсу — це:

2) гнучкий курс валюти, який унаслідок взаємодії ринкових сил попиту і пропозиції стійко утримується на рівноважному рівні, тобто спрацьовують ринкові механізми запобігання відхиленням від рівноваги;

3) гнучкий курс валюти, який після невеликих короточасних відхилень від рівноваги в той чи інший бік за рахунок ринкової взаємодії попиту і пропозиції повертається до рівноважного рівня. Тобто мають місце незначні і короткострокові коливання довкола рівноважного рівня. Інтервал коливань, який визначає коридор валютної стабільності для кожної країни, залежить від особливостей трансмісійних механізмів у її економіці, чутливості економіки до змін валютного курсу, що оцінюється рівнем *ефекту проходження (path-through effect)* курсу.

За будь-якого режиму валютного курсу можуть виникати серйозні ризики валютної нестабільності внаслідок дисбалансів, які передаються валютному ринку з реального або фінансового секторів. Сутність валютної стабільності — це здатність валютного курсу стійко утримуватися на рівноважному рівні або коливатися відносно нього з незначною амплітудою. Поточне співробітництво з міжнародними фінансовими інституціями, зокрема з Міжнародним валютним фондом, може сприяти залученню в економіку додаткових валютних ресурсів. Але зрозуміло, що коротко-

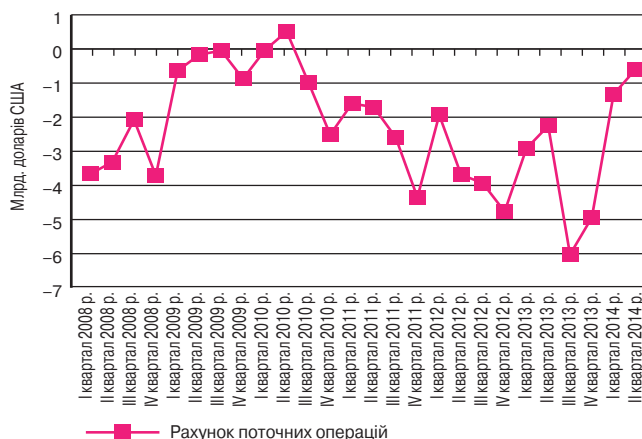
строкові позикові кошти не вирішують проблеми валютної і фінансової стабільності, а лише дають змогу виграти певний час для реформування управління та мобілізації зусиль на ключових напрямках, здатних загальмувати негативні процеси та повернути економічну ситуацію у конструктивне русло.

Протягом останніх трьох років в умовах фіксації валютного курсу на нерівноважному рівні (7.99 грн./дол. США) його штучна підтримка створювала ілюзію валютної стабільності, проте посилювала накопичення дисбалансів. Можливості збереження такої нерівноважної структури визначалися лише швидкістю збільшення зовнішнього боргу, динамікою накопичення дисбалансів та обсягом валютних резервів. Процес поступового внутрішнього руйнування основи валютної стабільності ілюструє, зокрема, динаміка коефіцієнта покриття монетарної бази міжнародними резервами, який постійно знижувався, починаючи з лютого 2011 року (див. графік 1).

З початку 2011 року динаміка поточного рахунку платіжного балансу характеризувалася негативним сальдо, яке в поквартальному вираженні коливалося в межах від -1.9 до -6 млрд. дол. США (див. графік 2). За результатами 2013 року дефіцит платіжного балансу становив більше 16 млрд. дол. США, або 9% від ВВП.

Протягом першого кварталу 2014 року, коли різко знизилася можливість компенсувати дисбаланси поточного рахунку за допомогою витрачання міжнародних резервів НБУ та залучення зовнішнього боргу, во-

Графік 2. Динаміка поточного рахунку платіжного балансу



Джерело: побудовано за офіційними даними Національного банку України [4].

ни проявилися в падінні валютного курсу — обмінний курс гривні щодо долара США на міжбанківському ринку знизився на 34.9%, а за операціями з продажу готівкового долара США населенню — на 37.6%. Під впливом посилення девальваційного тиску на валютному ринку та вимог МВФ для надання кредиту за програмою “стенд-бай” (Stand-by) Національний банк України перейшов до режиму гнучкого курсу.

Зниження курсу гривні та високі політичні ризики призвели до відпливу депозитів населення із банківської системи.

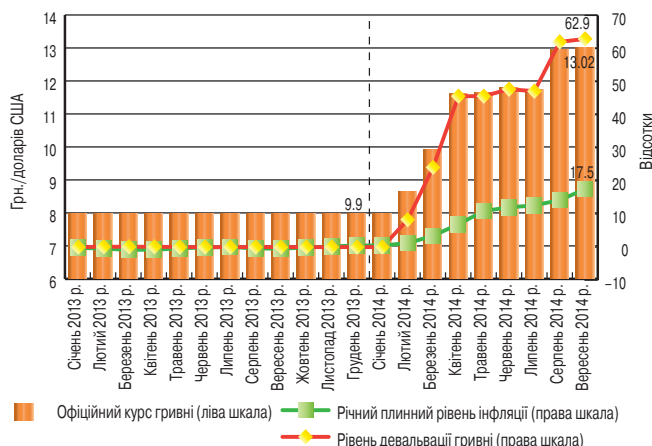
Дії центрального банку щодо підтримання ліквідності банківської системи (63.1 млрд. грн. кредитів рефінансування за перший квартал) посилили девальваційний імпульс за рахунок підвищення гривневого попиту на іноземну валюту. Монетарна експансія в середовищі з девальваційним потенціалом практично завжди

призводить до падіння курсу валюти зі значним відхиленням від його рівноважного значення (*overshooting effect*). Це і сталося протягом першого кварталу 2014 року (див. графік 3).

Фундаментальною базою для стабільності національної валюти є рівноважна динаміка платіжного балансу. Внаслідок того, що платіжний баланс у своїй структурі та динаміці відтворює диспропорції, які накопились у структурі економіки, котра має високий ступінь відкритості і залежності від зовнішнього попиту, валютний ринок в Україні періодично зазнає валютних криз, спричинених кризами платіжного балансу. Тому стратегічно важливим завданням є подолання глибоких фундаментальних чинників нестабільності платіжного балансу України, що спричиняють зростання ризиків валютних криз на системній основі.

Для економіки України досить типовим є стан дефіциту поточного ра-

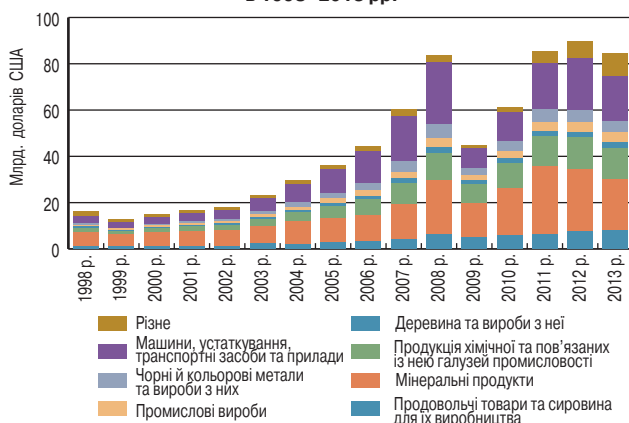
Графік 3. Динаміка обмінного курсу гривні та рівня споживчої інфляції



Джерело: побудовано за офіційними даними Національного банку України [4].

хунку платіжного балансу, що відображає довгострокові фундаментальні диспропорції розвитку всієї економічної системи країни. В економічній науці і практиці розглядаються два основні сценарії розвитку економіки в умовах значного дефіциту поточного рахунку платіжного балансу країни. Перший сценарій — стимулюючий, або *інвестиційний тип розвитку платіжного балансу* — є позитивним. Він має місце в тому разі, коли негативне сальдо зумовлене зростанням імпорту технологій та наукоємних товарів і збільшенням виплат за залученими раніше середньо- і довгостроковими ресурсами інвестиційного характеру. За такого сценарію розвитку економіка отримує значний потенціал для нарощування виробничих потужностей, що стимулює економічне зростання, стабілізує фінансову сферу і грошовий обіг, а це з часом дає змогу істотно поліпшити стан торговельного балансу за раху-

Графік 4. Динаміка і структура імпорту товарів в Україні в 1998–2013 рр.



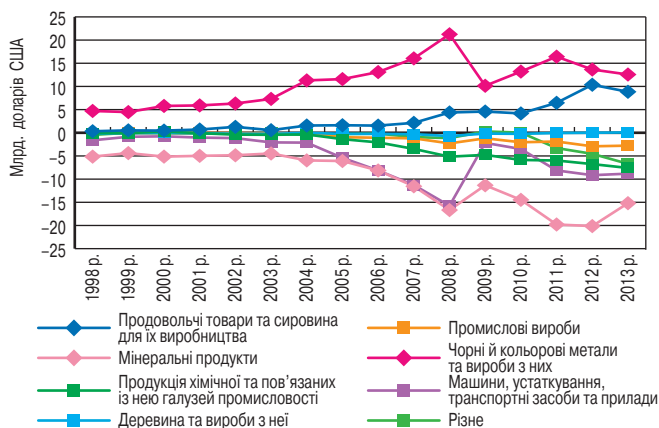
Джерела: побудовано за офіційними даними Національного банку України [4]; Державної служби статистики [5].

Графік 5. Динаміка і структура експорту товарів з України в 1998–2013 рр.



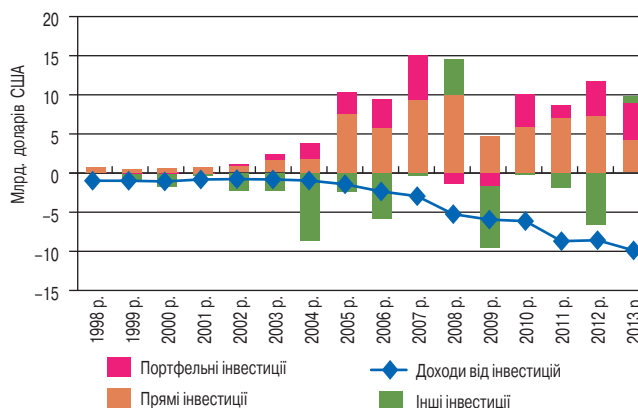
Джерела: побудовано за офіційними даними Національного банку України [4]; Державної служби статистики [5].

Графік 6. Динаміка дефіциту (-) / профіциту (+) міжнародної торгівлі України товарами за основними групами товарів у 1998–2013 рр.



Джерела: побудовано за офіційними даними Національного банку України [4]; Державної служби статистики [5].

Графік 8. Динаміка і структура фінансового рахунку платіжного балансу в Україні та доходів від інвестицій



Джерела: побудовано за офіційними даними Національного банку України [4]; Державної служби статистики [5].

нок зростання експорту з високими конкурентними якостями.

Протилежним варіантом розвитку є сценарій, який властивий Україні, – *споживчий тип формування платіжного балансу*, що характеризується зростанням імпорту товарів переважно споживчого характеру. Подібний сценарій досить часто стимулює несумлінну поведінку економічних суб'єктів кредитної системи і підвищення кредитних ризиків. У результаті збільшення обсягів імпорту веде до зростання зовнішнього корпоративного боргу і подальшого підвищення процентних виплат, що, в свою чергу, погіршує стан поточного рахунку платіжного балансу. Споживання, не забезпечене відповідним підвищенням продуктивності праці, веде до подальшого зростання вартості кредитів і створення підґрунтя фінансової нестабільності. Замикається так зване “порочне коло споживан-

ня”: зростання імпорту – формування попиту на споживче кредитування – залучення зовнішніх фінансових ресурсів банками – спрощення процедури кредитування з метою більшого охоплення ринку клієнтів – зростання обсягів кредитування – розширення спектра потреб населення – збільшення обсягів імпорту.

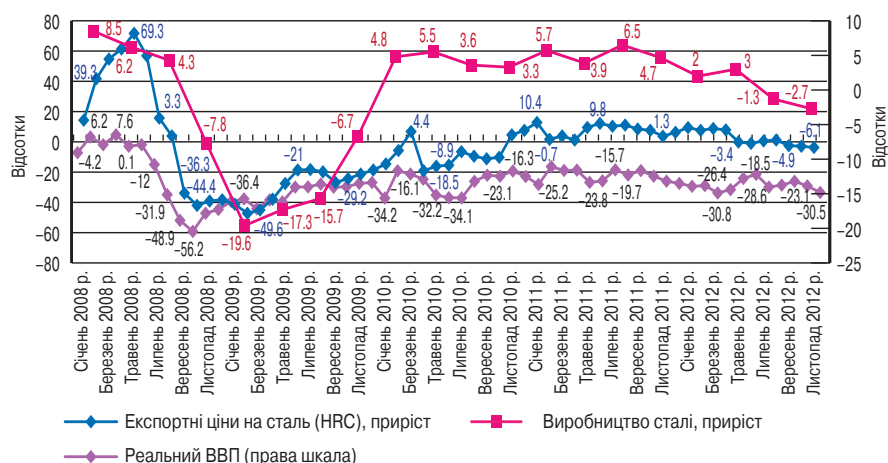
Таким чином, наслідком погіршення торговельного балансу в результаті зростання споживчого імпорту стає, з одного боку, збільшення припливу капіталу за фінансовим рахунком платіжного балансу, яким оплачується дисбаланс, а з другого боку, – погіршення міжнародної інвестиційної позиції країни (ІП). Це безпосередньо впливає на вартість залучення зовнішніх кредитних ресурсів для банківської системи і в результаті спричиняє так зване “самовідтворення” заборгованості й

аккумуляцію валютного, кредитного ризиків та ризику раптового реверсу капіталу (*sudden stop*). В Україні реалізовувалися сценарії розвитку зазначеного типу. Аналіз динаміки товарної структури імпорту й експорту (див. графіки 4, 5) і торговельного дисбалансу (див. графік 6) підтверджує цю тезу.

У період 2007–2008 років незадово до розгортання глобальної фінансової кризи спостерігалися досить високі значення негативного сальдо балансу товарів (відповідно 10,6 і 16 млрд. доларів США), які дещо знизилися в кризовий період і відновили свої позиції з 2011 року (понад 16 млрд. доларів США). Зменшення негативного сальдо в 2009–2010 роках було зумовлене насамперед падінням світових цін на товарних і сировинних ринках у результаті глобальної фінансової кризи, а також вартісних показників імпорту найбільшої групи товарів – енергоресурсів. Якими були основні чинники такої ситуації?

По-перше, – зростання цін на сировину й енергоносії на світових товарних ринках у передкризовий період (див. графік 6). Це позначилося передусім на збільшенні вартісних обсягів імпорту мінеральних продуктів перед розгортанням світової фінансово-економічної кризи (на 31,7% у 2007 році і 50,1% – у 2008-му в цілому по групі, окремо за природним газом – відповідно на 37% і 37,2%), товарів хімічної промисловості (на 35,7% і 32,4%), металургії (на 42,5% і 34,8%). Зростання обсягів імпорту металургійної продукції також було зумовлене розширенням виробництва продукції машинобудування, що є позитивним.

Графік 7. Динаміка експортних цін на сталь, обсягів виробництва сталі та реального ВВП України в 2008–2012 рр.



Джерела: побудовано за офіційними даними Державної служби статистики [5]; Всесвітньої асоціації виробників сталі (World Steel Association) [6].

Проте наявність витрат на імпорту енергоносіїв у структурі собівартості основного експортного товару — чорних металів і виробів із них — сприяло збільшенню вартісного обсягу їх експорту лише на 26.6% у 2007 році і 27.8% у 2008-му, тоді як фактичні обсяги взагалі практично не змінилися: на 1.8% і 1% відповідно чорних металів і виробів з них. Низька ефективність суспільного виробництва спостерігалася і в структурі імпорту, в якій засоби виробництва становили впродовж останніх років не більше 17%, тоді як енергоносії визначали 30–40% динаміки імпорту. На цьому тлі, будучи впродовж 2008 року одним із основних чинників погіршення стану торговельного балансу, ціновий чинник унаслідок значної відкритості економіки країни і високої частки сировини в експорті виявився основним і в динаміці економічного зростання (див. графік 7).

Стрімке падіння цін на ринках активів спричинило спад національного виробництва внаслідок високого ступеня відкритості економіки України. Глобальна фінансова криза була в Україні не основним, а лише додатковим чинником, що загострив дисбаланси, які вже існували в економічній системі. З цієї точки зору характер зовнішньої незбалансованості, що відбивається в дефіциті поточного рахунку, є ендегенним за своєю природою.

Другим, не менш суттєвим чинником формування ризику девальвації 2014 року, було збільшення попиту й обсягів споживчого імпорту товарів. За даними статистичного аналізу структури імпорту, це було однією з найвагоміших причин зростання негативного сальдо балансу товарів у передкризовий період 2007–2008 років. У загальній структурі імпорту його споживча частка збільшилася відповідно на 38% і 57% і становила 20.1% і 22.9% від загального обсягу імпортованих товарів. Проте незважаючи на стрімкий розвиток глобальної кризи з 2008 року, темпи зростання споживчого імпорту в Україні до кінця 2013 року суттєво не змінювалися, а частка споживчого імпорту залишилася практично на незмінному рівні (20–27%), у тому числі відносно груп промислових товарів і товарів машинобудування (частка інвестиційного попиту в них останні десять років коливається на рівні 8–15%). Загальна частка засобів виробництва в структурі українського імпорту ста-

більно залишається низькою — 11–15%, у тому числі високотехнологічний імпорту становить до 3%.

Поряд з очевидними негативними наслідками (зростання від'ємного сальдо торговельного балансу країни) “споживчий” чинник несе в собі додатковий прокризовий потенціал — здатність інфікування кредитним ризиком в умовах припливу значного обсягу зовнішніх короткострокових кредитних ресурсів. При цьому механізм генерації такого типу ризику зумовлюється необхідністю швидкого розміщення отриманих позикових коштів, а отже, збільшенням міри недобросовісної поведінки і морального ризику. Це позначилося зниженням вимог до кредитоспроможності потенційних позичальників і шахрайствами з боку самих позичальників у питаннях достовірності інформації, що ними надається.

Приплив капіталу за фінансовим рахунком платіжного балансу, крім позитивних наслідків фінансування дефіциту торговельного балансу і зростання резервних активів центрального банку країни, також формує ризики як мінімум двох типів: ризик реверсу капіталу і ризик надмірного зростання витрат на його обслуговування. У контексті проблем стану поточного рахунку платіжного балансу ці ризики нестабільності платіжного балансу знову актуалізувалися (див. графік 8).

Структурне співвідношення інвестиційних доходів (виплат) країни є важливим аналітичним інструментом як у процесі оцінки довгострокових тенденцій економічного розвитку, так і для визначення тактичних ризиків погіршення стану поточного рахунку платіжного балансу (див. графік 9). За результатами 2004–2013 років загальний обсяг річних інвестиційних виплат збільшився з 1.03 млрд. доларів США до 9.8 млрд. доларів при зростанні інвестиційних доходів від іноземних інвестицій зі 170 млн. доларів до 998 млн. доларів, що, вочевидь, не врівноважує регулярний відплив валютних коштів за кордон і відповідне девальваційне навантаження на гривню.

Структура інвестиційних виплат у платіжному балансі також свідчить про їхню низьку ефективність, значний вплив спекулятивного чинника і тіньових схем ухилення від сплати податків на міжнародні фінансові потоки України. Значний обсяг виплат у групі інших інвести-

цій (переважне обслуговування короткострокових кредитів банків за фінансовим рахунком платіжного балансу) характеризує споживчий тип формування платіжного балансу в цілому і поточного рахунку зокрема.

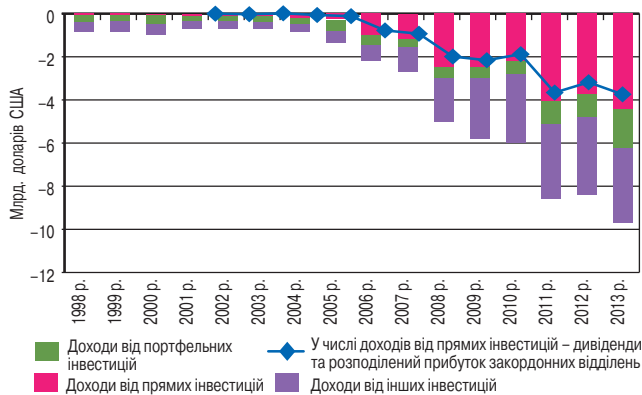
У результаті тривалого накопичення зовнішньої заборгованості в передкризовий період на кінець 2013 року короткостроковий зовнішній борг України (за залишковим терміном погашення) становив 61.7 млрд. дол., а сукупний зовнішній борг — 142.1 млрд. дол. США (більше 76% від ВВП). І це при тому, що стосовно зовнішнього боргу і поточного стану платіжного балансу світова криза мала стабілізуючу дію: в умовах зниження цін на імпортовані товари, ринкової вартості боргових фінансових інструментів і рівня доступності міжнародного капіталу за 2009 рік практично не відбулося збільшення валового зовнішнього боргу й обсягів інвестиційних виплат (див. графік 10), проте у зв'язку зі скороченням фізичних і вартісних виробничих показників відношення зовнішнього боргу до ВВП у 2009 і наступних роках різко збільшилося (зокрема, в 2009 році — на 32%).

Аналіз структури короткострокового зовнішнього боргу (див. графік 11) дає можливість зробити висновок, що більш як наполовину він складається з короткострокового боргу нефінансового сектору економіки. Торговельні кредити (кредиторська заборгованість) впродовж 2006–2014 рр. стабільно становлять половину обсягу короткострокового боргу даного сектору.

Це пояснюється насамперед високою процентною ставкою за внутрішніми короткостроковими кредитами для фінансування міжбюджетного розриву операційної діяльності підприємств реального сектору економіки. Водночас у зв'язку з девальвацією гривні у 2014 році це формує значні операційні ризики щодо зниження доходів підприємств і додатковий девальваційний тиск на міжбанківський ринок.

Основними фундаментальними чинниками нестабільності платіжного балансу України є переважно кредитна природа валютної пропозиції в економіці і критична недостатність інвестиційного попиту. Слід зазначити, що системна нестабільність платіжного балансу має рефлексивну природу: вона виявляється й причи-

Графік 9. Динаміка і структура виплат за іноземними інвестиціями в Україні у 1998–2013 рр.



Джерела: побудовано за офіційними даними Національного банку України [4]; Державної служби статистики [5].

ною, і наслідком макроекономічної та фінансової нестабільності.

Розглянемо детальніше базові принципи стратегії і тактики забезпечення валютної стабільності.

ПРИНЦИПИ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ВАЛЮТНОЇ СТАБІЛЬНОСТІ В УМОВАХ ГНУЧКОГО КУРСУ З УРАХУВАННЯМ НЕВИЗНАЧЕНОСТІ І РИЗИКІВ

Монетарна політика і валютне регулювання мають бути єдиною системою, побудованою на розумінні нелінійних макроекономічних взаємозв'язків, застосуванні розвинених інструментів регулювання ринку і правильному використанні мотивації ринкових суб'єктів. Необхідною є виважена **стратегічна програма досягнення валютної стабільності** в умовах гнучкого валютного курсу, розроблена з урахуванням девальваційного тиску, що існує, а також можливих зовнішніх та внутрішніх шоків.

Ця програма має бути заснована на реалізації ряду базових принципів.

Принцип конкурентоспроможності валюти. Як відомо, валютна стабільність є позитивним результатом конкурентної боротьби між національною та іноземними валютами на внутрішньому ринку. Регулятивні заходи, які вживаються з метою досягнення валютної стабільності, не повинні суперечити цілям стимулювання зростання конкурентоспроможності національної валюти на внутрішньому ринку порівняно з більш сильними іноземними валютами. Зі світового досвіду досліджень

та практики регулювання відомо, що конкурентна позиція валюти залежить від конкурентоспроможності економіки держави, котра емітує валюту, розміру трансакційного регіону (тобто регіону, в якому вона використовується для трансакцій) і рівня довіри до цієї валюти з боку суб'єктів економіки. Рівень довіри до валюти визначається чотирма ключовими чинниками: силою та стійкістю держави, яка емітує валюту; стабільністю й передбачуваністю валютного регулювання; відсутністю обмежень при конвертації; fall-back-чинником (тобто стійкістю збереження первинної цінності валюти).

Перший чинник, незважаючи на його важливість, у цій статті не розглядається, оскільки значною мірою перебуває за межами впливу центрального банку.

Адміністративні заходи щодо об'єктивної конвертації валютних надходжень у національну валюту, як правило, призводять до зниження конкурентної позиції національної валюти внаслідок порушення другого і третього перелічених пунктів. На тлі глибокої девальвації, тобто руйнування четвертого чинника (fall-back factor), мотивація зберігання гривні потрапляє під потрійний удар. Ці ефекти зниження конкурентоспроможності гривні, якщо їх не мінімізувати, можуть мати довгостроковий характер, оскільки руйнування довіри суб'єктів економіки – справа декількох днів, тоді як відновлення довіри до монетарної влади і національної валюти – тривалий і трудомісткий процес.

Принцип стимулювання припливу та уповільнення відпливу капіталу. Існує багатий світовий досвід валют-

Графік 10. Динаміка зовнішнього боргу України в 2001–2013 рр.



Джерело: побудовано за офіційними даними Національного банку України [4].

ного регулювання з метою стабілізації валютних ринків країн, що потрапляли під вплив валютної кризи, подібної до кризи в Україні. Такий тип кризи спричиняється внутрішніми диспропорціями у зовнішньоекономічній та банківській сферах, які набувають усе більшого загострення і, як наслідок, призводять до подвійної кризи – валютної та банківської. Така криза проявляється у різкому девальваційному тиску та значному скороченні валютних резервів унаслідок масштабних валютних інтервенцій. У такому разі необхідна система регуляторних дій тактичного і стратегічного характеру, спрямована на:

1) стимулювання припливу валютних ресурсів в економіку та блокування їх відпливу з урахуванням нелінійних ефектів, що справляють адміністративні заходи на мотивацію та економічну поведінку учасників ринку;

2) проведення реформ для поліпшення макроекономічної структури економіки та бізнес-клімату, виправлення структурних диспропорцій у банківській та валютній сферах.

Перше завдання може бути досягнуте за рахунок поєднання, з одного боку, тактичних адміністративних заходів із блокування спекулятивних операцій та відпливу капіталу, з другого – стратегічних заходів щодо стимулювання припливу валютних ресурсів в економіку. При цьому слід враховувати, що адміністративний контроль руху капіталу не може замінити здорову макроекономічну політику, яка передбачає збалансованість у всіх секторах. У разі серйозних порушень фінансових та економічних пропорцій ніякий контроль руху ка-

піталу не позбавить країну ризиків кризи платіжного балансу, валютної та фінансової нестабільності. Мало того, застосування надмірного тиску на бізнес і нерационально жорсткого контролю змушує учасників ринку шукати обхідні шляхи, затримувати валютні надходження в країну, а якщо це неможливо — згортати свою діяльність у цій країні, що позбавляє таке макрорегулювання будь-якого сенсу. Адміністративні заходи щодо контролю капіталу повинні бути ретельно зваженими з огляду на їх короткострокові і довгострокові наслідки. Якщо вони вносять вимушені викривлення в нормальну роботу ринкових механізмів, то повинні використовуватися на коротких проміжках часу з метою створення можливості для проведення більш глибоких реформ.

Ще одним наріжним каменем програми забезпечення валютної стабільності є фундаментальний принцип *забезпечення сталого економічного зростання*. Він пройшов перевірку часом у багатьох успішних економіках і сформульований Людвігом Ерхардом так: *основною стабільною валюти є зростання продуктивності праці в економіці* [2, с. 54].

Стратегічним орієнтиром макрорегулювання для забезпечення сталого економічного зростання має бути спрямованість на одночасне підтримання динамічних станів зовнішньої та внутрішньої рівноваги економіки. Саме ця мета як результат досягнення комплексу цільових завдань (оптимальної динаміки темпів інфляції, економічного зростання, зайнятості, стабільності платіжного балансу тощо) має об'єднувати в єдину систему узгоджену взаємодію всіх інститутів та інструментів макрорегулювання.

Без стратегічного системного підходу, що враховує ці складні взаємозв'язки, ухвалення ключових рішень із забезпечення валютної стабільності може наражатися на ризики суперечливого впливу короткострокових фінансових і політичних інтересів різних впливових груп. Країни, котрі успішно пройшли реформування і демонструють високі темпи економічного розвитку, досягли цього по-різному, але їх об'єднує одне: перетворення були системними, і, крім того, вони розроблялися зсередини тими, хто відчував проблеми і потреби своїх країн.

Сучасний стан економіки України

характеризується одночасною наявністю дефіциту платіжного балансу (який уже значно пом'якшився за рахунок девальвації гривні і падіння імпорту) та інфляційного потенціалу. В умовах гнучкого валютного курсу досягнення стану повної рівноваги і валютної стабільності забезпечується внаслідок руху циклічною траєкторією: спочатку — для наближення до стану зовнішньої рівноваги через зміну валютного курсу, потім — за допомогою інструментів монетарної політики (зокрема, зміни внутрішньої процентної ставки) з метою досягнення стану внутрішньої рівноваги; далі шляхом подальшої адаптації валютного курсу до нового стану зовнішньої рівноваги, і потім траєкторією циклу, що сходиться, у стан повної рівноваги [1, с. 81–83].

ВИСНОВКИ ТА ПРОПОЗИЦІЇ

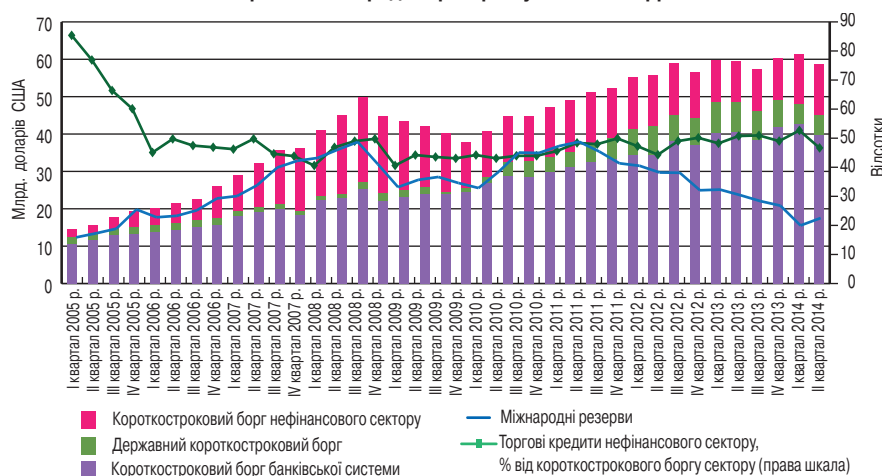
Упродовж періоду трансформації економіки України до ринкових відносин лібералізація зовнішньоекономічної та фінансової діяльності відбувалася непослідовно та регулювалася здебільшого з метою досягнення короткострокових інтересів. Швидко зростаюча відкритість національної економіки у корупційному середовищі за відсутності стратегічних орієнтирів сталого розвитку позбавила суб'єктів господарювання можливості послідовно й адекватно зреагувати на новітні зміни економічної реальності та сформувати потужний національний промислово-господарський комплекс. Це зумовило залежність розвитку внутрішнього ринку від зовнішніх попиту і

пропозиції, нівелювало значну частину інвестиційних можливостей для країни і сприяло поширенню економічної поведінки, що визначалася короткостроковими цілями. Наслідком цього стало закріплення однієї з форм інституційних пасток — інвестиційної, котра проявляється у домінуванні рентоорієнтованої економічної поведінки. Це впливає на перманентну нестабільність платіжного балансу у зв'язку з консервацією сировинного характеру експорту і посиленням залежності національної економіки від світової цінової кон'юнктури.

Фундаментальним чинником виходу з порочного кола інституційних пасток є формування внутрішньої узгодженої системи ефективних інститутів та базових структур економічної системи країни.

Найбільшою перешкодою для технологічного переоснащення і переходу до інноваційної моделі економіки є політична нестабільність, корупція, відсутність чітких організаційних регламентів. Держава повинна змінити політику з короткострокової моделі на довгострокову і почати інвестувати у свій капітал (більшою мірою в людський, оскільки інвестиції у виробничий можуть бути здійснені і приватним сектором), показуючи таким чином серйозність своїх намірів і створюючи якір стабільності довіри. Формування довіри до держави шляхом реформування її інституційного середовища сигналізуватиме ринку про процес створення сприятливого бізнес-клімату для реалізації інвестиційного потенціалу банківського сектору, впливу прямих іноземних інвестицій, стабілізації валютного курсу та зрос-

Графік 11. Динаміка і структура короткострокового боргу за залишковим терміном погашення та рівень міжнародних резервів у 2005–2014 рр.



Джерело: побудовано за офіційними даними Національного банку України [4].

тання обсягів конкурентоспроможного експорту. Водночас інституційні новації повинні впроваджуватися, починаючи з реформ у сфері правового забезпечення контрактних прав і прав власності, судової системи і державної служби. Зокрема, мають бути реалізовані заходи регуляторної політики:

1) щодо підвищення прозорості процедур забезпечення демократичних прав доступу економічних суб'єктів до публічних послуг та впровадження інституту лобювання — шляхом ухвалення закону про діяльність лобіста і суспільного представництва в Україні;

2) формування механізмів публічного адміністрування та аудиту через механізми електронного уряду, інституту оцінки ефективності уряду, єдиного електронного порталу публічних послуг, впровадження міжнародних стандартів зовнішнього бюджетного аудиту.

Вирішенням системної проблеми сировинного типу господарювання в Україні може стати реформа оподаткування у сфері природно-ресурсних релентних відносин на основі:

- прийняття відповідного законодавства, що регулює форми власності на об'єкти природно-ресурсного потенціалу та правомочність ресурсокористувачів;

- створення спеціального суверенного фонду ресурсних платежів (фонду добробуту), який стане колектором рентних платежів за користування природними ресурсами на користь суспільства з метою підтримання відтворення екосистеми країни і справедливого розподілу ресурсної ренти.

Стосовно повноважень Національного банку України необхідним є відновлення довіри населення та економічних суб'єктів до монетарної влади і банківської системи, зниження девальваційних очікувань шляхом налагодження публічної комунікації і стандартизації процесу ухвалення рішень у сфері валютного регулювання та управління міжнародними резервами, стимулювання підвищення рівня заощаджень в економіці, їхньої трансформації в інвестиції через розвиток інструментів фінансового ринку, процентну політику. Для цього доцільно вжити такі регуляторні заходи:

1. Удосконалити законодавчу базу валютного регулювання. На сьогодні діє декрет Кабінету Міністрів від 19 лютого 1993 року № 15, що має суттєві недоліки та відстає від потреб сучасного життя. Необхідним є

прийняття закону про систему валютного регулювання і валютного контролю, в якому слід акумулювати всю наявну інформацію щодо діючих органів валютного регулювання та валютного контролю. **Має бути врегульована базова суперечність у сфері валютного регулювання та контролю:** паралельне існування значного переліку обмежень щодо порядку здійснення операцій з іноземною валютою (які знижують рівень і взагалі можливості конвертації національної грошової одиниці) та номінальне декларування гнучкого валютного курсу. До органів валютного регулювання слід віднести Національний банк України, Державну фіскальну службу України, Державну митну службу України, Міністерство економічного розвитку і торгівлі України. Необхідно систематизувати повноваження кожного з цих органів з метою усунення надмірної зарегульованості окремих питань (зокрема підстав для перевірок суб'єктів господарювання) та недостатньої врегульованості інших (зокрема переліку валютних операцій, котрі підлягають ліцензуванню, особливо щодо інвестиційних операцій з іноземною валютою; обмежувальних правил для деяких виплат дивідендів; визначення та розробки механізму і процедури укладення похідних контрактів з іноземною валютою та валютними цінностями);

2. Створити інституційне підґрунтя для перенесення валютного ризику із загальнодержавного рівня (коли надмірні коливання валютного курсу згладжувалися інтервенціями Національного банку) на рівень окремих суб'єктів зовнішньоекономічної діяльності через упровадження інструментарію хеджування валютного ризику та розвитку ринку строків валютних контрактів;

3. З метою інституціоналізації процесу переходу до гнучкого (плаваючого) валютного курсу і режиму таргетування інфляції, а також поліпшення якості процесу регулювання валютної сфери ринковими механізмами, зниження рівня непередбачуваності валютного ринку, формування довіри до монетарного регулятора і підвищення прозорості його діяльності необхідним вбачається розробка та імплементація сучасної концепції лібералізації валютної сфери з урахуванням існуючих зовнішніх і внутрішніх викликів. Концепція повинна містити загальну стратегію лібера-

лізації валютної сфери в умовах гнучкого курсу, а також конкретні тактичні заходи (наприклад, впровадження механізмів своп-лінії, інструментів та порядку хеджування валютних ризиків, правил управління цією групою ризиків для банківського сектору, заходи макропруденційного нагляду);

4. Розробити і впровадити систему підтримки прийняття рішень у сфері управління міжнародними резервами в умовах гнучкого (плаваючого) режиму валютного курсу. Для реалізації даного заходу необхідно:

- розробити науково обґрунтований модельний інструментарій оцінювання оптимального рівня міжнародних резервів з урахуванням досвіду зарубіжних країн та особливостей розвитку соціально-економічної та інституційної системи України;

- удосконалити порядок управління міжнародними резервами України, який повинен містити чітко викладений алгоритм визначення оптимального рівня резервів, механізм управління, відповідальні органи, а також особливості складання, структури і термінів подання публічної звітності [3].



Література

1. Буковинський С. А., Унковська Т. Є. До питання оптимізації стратегії монетарної політики Національного банку України // *Економічна теорія*. — 2014. — № 2. — С. 70–85. — (Ukrainian source).
2. Людвиг Эрхард. *Благосостояние для всех: пер. с нем.* — М.: Начала — Пресс, 1991. — 334 с. — (Russian source).
3. Матеріали аналітичної записки відділу економічної теорії Інституту економіки і прогнозування Національної академії наук України, надані для Ради Національного банку України. — (Ukrainian source).
4. Офіційне інтернет-представництво Національного банку України. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua>. — (Ukrainian source).
5. Офіційний сайт Державної служби статистики. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>. — (Ukrainian source).
6. Офіційний сайт World Steel Association. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.worldsteel.org/>.
7. Унковська Т. Є. Системні ризики і макропруденційна політика // *Економічна теорія*. — 2014. — № 1. — С. 51–60. — (Ukrainian source).