

# МАКРОЕКОНОМІКА

---

УДК 330.368:336

**Світлана Шумська**

## ВЗАЄМОЗВ'ЯЗОК ДИСБАЛАНСІВ У ФІНАНСОВІЙ СФЕРІ УКРАЇНИ

*Представлено кількісні оцінки дисбалансів у фінансовій сфері та показано їх взаємозв'язок між собою та економічною політикою уряду, що визначається вибором моделі соціально-економічного розвитку країни: дисбалансу в обігу готівкових грошей (оскільки, окрім української гривні, у грошовому обороті знаходиться значна сума готівки іноземних держав); дисбалансу зовнішньоторговельних зв'язків, про наявність якого свідчить негативне сальдо рахунку поточних операцій платіжного балансу України та валовий зовнішній борг; дисбалансу між внутрішніми та зовнішніми ресурсами економічного розвитку; "розриви" між заощадженнями та інвестиціями національної економіки. Названо ключові, на думку експертів Світового економічного форуму, глобальні тенденції 2015 року та глобальні ризики, що визначають рушійні сили та обмеження розвитку світової економіки, оскільки вони матимуть вплив на економіку України, формуючи нові виклики та загрози.*

*Ключові слова: дисбаланс, міжнародна інвестиційна позиція, платіжний баланс, зовнішній борг, заощадження, інвестиції національної економіки, іноземна валюта в обігу.*

*JEL: C62, D53, E22, E42, F32, F62.*

Скорочення більш ніж на третину світових дисбалансів з 2006 по 2014 рік та очікування, що після кризового відновлення їх зменшення матиме довгостроковий характер, дало підстави для покращення експертних оцінок щодо перспектив розвитку світової економіки на найближчу перспективу. Однак, на противагу світовій тенденції до зниження концентрації дисбалансів, в Україні ключові з них, на жаль, лише загострюються. На відміну від значної більшості країн, де внаслідок наполегливої "роботи над помилками" у напрямі зменшення вразливості відбулось скорочення дисбалансів і йдуть дискусії на тему, чи настав переломний момент для глобальних дисбалансів (WEO, 2014; Josй Vicals, 2014; Федоров, 2013), в Україні ряд проблем залишаються невирішеними, системні ризики не зменшились.

Попередні підсумки економічного розвитку України за 2014 рік змушують виокремити причини, через які економіка не досягла запланованих орієнтирів. Серед невирішених проблем та чинників, що лежать у економічній площині, перш за все слід назвати ті, що є результатом дії ряду дисбалансів, тенденції до нагромадження яких не було перервано в минулому році. Їх ідентифікація є важливою з точки зору оцінки загроз і бар'єрів економічного зростання в 2015 р., коригування планів на серед-

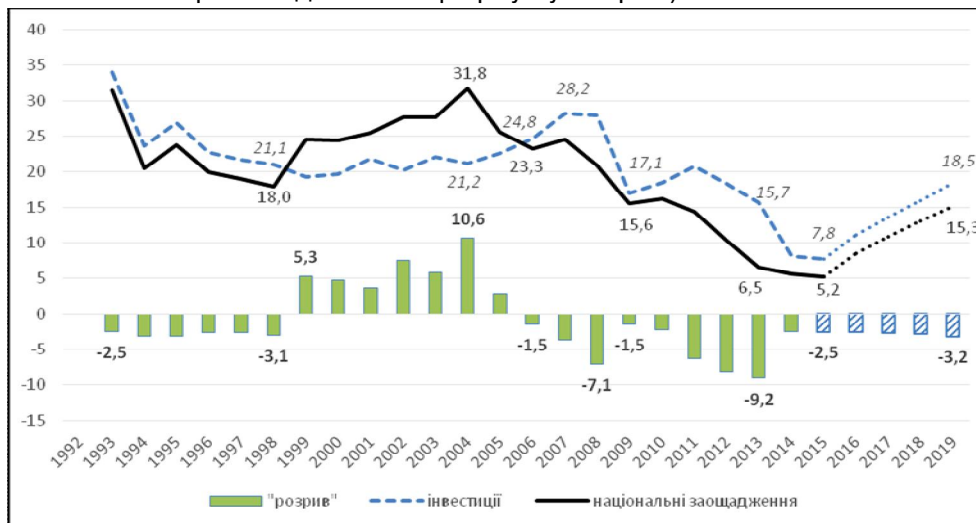
---

*Шумська Світлана Степанівна (s\_shumska@mail.ru), канд. екон. наук, старш. наук. співр.; провідний науковий співробітник ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАН України"*

ньо- та довгострокову перспективу. Такий підхід є загальноприйнятим у багатьох країнах, що спонукає до активних наукових досліджень як у теоретичній, так і практичній сферах (Minsky, 1986; Aghion, Bacchetta, Wapereje, 2004; Щетилова, 2012; Бородушко, 2011; Бажан (ред.), 2013; Савченко, 2010; Шевченко, 2012; Радіонова, 2013; Шумська, 2014).

Серед пропорцій, що є важливими з точки зору економічного розвитку будь-якої країни, варто виділити співвідношення між інвестиціями та заощадженнями, які згідно з економічною теорією для підтримки рівноваги мають дорівнювати один одному. Однак у реальному житті вони практично ніколи не збігаються: за умови перевищення національних заощаджень над інвестиціями надлишок капіталів (як правило, на сучасному етапі внаслідок активізації глобалізаційних процесів) "працює" на інші держави; за умови нестачі національних заощаджень – необхідні для розвитку економіки потреби фінансуються за рахунок іноземних ресурсів.

Аналіз динаміки інвестицій та заощаджень на національному рівні, що зображена на рис. 1 (як відсоток від ВВП за даними МВФ), показує, що упродовж часового проміжку 1992–2014 років слід розглядати три періоди, де **дисбаланси** ("розриви", різниця) **між заощадженнями та інвестиціями** мають різні знаки, а отже, були відповідно різними й наслідки від економічної політики, що реалізовувалась в Україні (прогнозні оцінки на 2015–2019 роки виділено на графіку пунктиром).



**Рисунок 1. Дисбаланс між інвестиціями та заощадженнями на національному рівні, % від ВВП**

Джерело: побудовано за даними МВФ.

У 1992–1998 та 2006–2014 роках негативний знак показника дисбалансу між заощадженнями та інвестиціями свідчить про нестачу національних фінансових ресурсів для підтримки темпів економічного зростання в Україні. Так, зокрема, при дефіциті Зведеного бюджету у 1996–1998 роках, відповідно, у -4,9 -6,6 -2,2% від ВВП, зниження реального ВВП становило -10, -3, -1,9% до попереднього року (табл. 1). Динаміка заощаджень та інвестицій була спадною та однонаправленою, а різниця між ними практично незмінною упродовж періоду – у середньому 3% ВВП. У цей період Україна залучала фінансові ресурси на зовнішніх ринках, що при-

звело до зростання зовнішнього державного та гарантованого державою боргу (48% до ВВП у 1999 році).

Таблиця 1

**Основні показники економічного розвитку України у 1996–2014 рр.**

Рік	Реальний приріст ВВП, % до відп. періоду поперед. року	Сальдо доходів та видатків Зведеного бюджету України, % до ВВП	Державний та гарантований державою зовнішній борг, % до ВВП
1996	-10	-4,9	24,5
1997	-3	-6,6	29,9
1998	-1,9	-2,2	34,4
1999	-0,2	-1,5	48,3
2000	5,9	0,6	45,3
2001	9,2	-0,3	37,1
2002	5,2	0,7	33,5
2003	9,5	-0,2	29,0
2004	12,1	-3,2	24,8
2005	3	-1,8	17,9
2006	7,4	-0,7	14,8
2007	7,6	-1,1	12,3
2008	2,3	-1,5	13,7
2009	-14,8	-4,1	34,8
2010	4,1	-6	39,9
2011	5,2	-1,8	36,3
2012	0,2	-3,6	36,5
2013	0	-4,3	40,2
2014	-6,8	-4,6	39,1

Джерело: дані Держстату та НБУ.

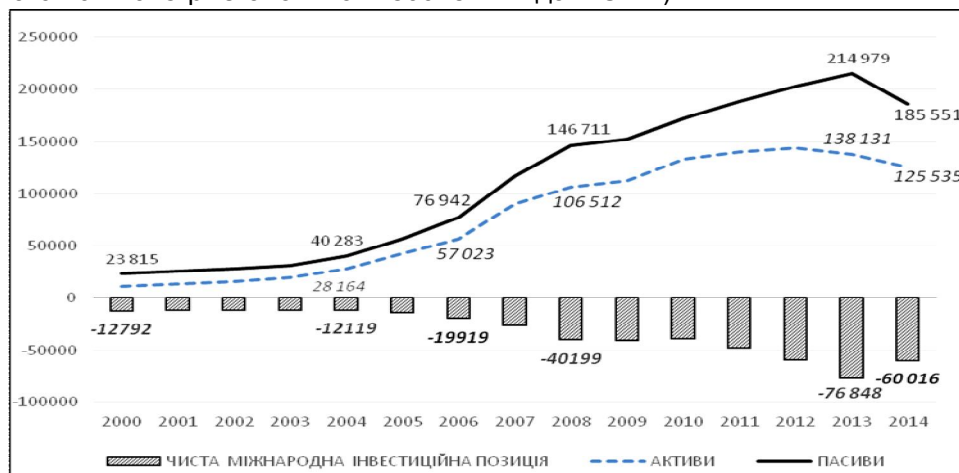
У 1999–2005 роках дисбаланс має позитивний знак – національних фінансових ресурсів вистачало для реалізації інвестиційних проектів для української економіки. У цей період, як свідчать дані табл. 1, сальдо доходів та видатків зведеного бюджету позитивне або з невеликим мінусом; а темпи реального ВВП стабільно додатні. У цілому на виділеному другому часовому проміжку вплив дисбалансу (між заощадженнями та інвестиціями) на економіку був позитивним. Серед причин – модель економічного розвитку, що реалізовувалась у цей період, була зорієнтована на використання внутрішніх ресурсів та незадіяних раніше факторах виробництва, отже, дисбаланс не формував ризики, а навпаки нівелював зовнішні загрози.

З 2006 року ситуація змінилась кардинально: після 7-річного перевищення заощаджень над інвестиціями економіка отримала негативний дисбаланс і спадний тренд у динаміці даних макропоказників; величина різниці між ними коливалась від -1,5 до -9,2% ВВП. За відсутності внутрішніх ресурсів для фінансування дефіциту бюджету та забезпечення позитивних темпів зростання економіки Україна почала активно використовувати фінансові ресурси світової економіки.

Для того щоб оцінити обсяги залучення зовнішніх ресурсів в економіку України, можна скористатись даними Міжнародної інвестиційної позиції (МІП), що являє собою статистичний звіт про накопичені на певну дату запаси зовнішніх фінансових активів та пасивів країни (йдеться про всі фінансові вимоги та зобов'язання резидентів країни щодо нерезидентів). Оскільки всі показники (за винятком прямих інвестицій) включа-

ються до МІП на валовій основі, то це дозволяє оцінити загальний масштаб вивезеного або ввезеного капіталу<sup>1</sup>.

На рис. 2 представлено динаміку основних показників МІП України, які розраховує НБУ починаючи з 1997 року (виконуючи вимоги розділу 5 статті VIII Угоди Міжнародного валютного фонду): величини активів та пасивів, що являють собою фінансові вимоги до нерезидентів і зобов'язання перед ними, а також чистої міжнародної інвестиційної позиції. Чиста міжнародна інвестиційна позиція (запас зовнішніх активів за мінусом запасу зовнішніх зобов'язань) показує різницю між тим, чим країна володіє, і тим, що вона заборгувала<sup>2</sup>. Як бачимо з рис. 2, показник чистої МІП України 2000–2014 років має негативний знак: у такому випадку країну називають "чистим боржником"<sup>3</sup> (на відміну від "чистого кредитора", якщо знак "+"). За методологією складання платіжного балансу та міжнародної інвестиційної позиції МВФ, чиста МІП у сукупності із запасом нефінансових активів країни є чистим національним багатством<sup>4</sup>. Отже, фінансові ресурси, які надходили в Україну не примножили фінансову складову національного багатства, а навпаки його зменшили, бо іноземний капітал було використано для соціально-економічного розвитку (нетто по балансу на 01.01.2015 р. становило – 60016 млн дол. США).



**Рисунок 2. Динаміка основних показників міжнародної інвестиційної позиції України, млн дол. США**

Джерело: складено за даними НБУ.

<sup>1</sup> Міжнародна інвестиційна позиція. Методичний коментар / Національний банк України. – [http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article;jsessionid=413013F48ED-89704C5C81B33181C6502?art\\_id=44467&cat\\_id=44465](http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article;jsessionid=413013F48ED-89704C5C81B33181C6502?art_id=44467&cat_id=44465); Balance of payments Manual. – 5<sup>th</sup> ed. / International Monetary Fund. – Washington D.C., 1993; Руководство по платежному балансу и международной инвестиционной позиции (РПБ6) / МВФ. – Вашингтон, округ Колумбия, 2012. – Р. 463. – <http://www.imf.org/external/russian/pubs/ft/bop/2007/bopman6r.pdf>; Международная инвестиционная позиция: Пособие по источникам данных / МВФ. – Вашингтон, округ Колумбия, 2002. – <http://www.imf.org/external/russian/pubs/ft/bop/2007/bopman6r.pdf>.

<sup>2</sup> Международная инвестиционная позиция: Пособие по источникам данных / МВФ. Вашингтон, округ Колумбия, 2002. <http://www.imf.org/external/russian/pubs/ft/bop/2007/bopman6r.pdf>.

<sup>3</sup> Це не зовсім коректне твердження, оскільки до заборгованості країни варто відносити тільки ті категорії балансу інвестицій, які не пов'язані з участю у капіталі, тобто виключаючи прями інвестиції і включаючи реінвестовані доходи та цінні папери, які забезпечують участь у капіталі. Такий підхід збігається з прийнятою у МВФ концепцією зовнішнього боргу. – Международная инвестиционная позиция: Пособие по источникам данных / МВФ. – Вашингтон, округ Колумбия, 2002. – <http://www.imf.org/external/russian/pubs/ft/bop/2007/bopman6r.pdf>.

<sup>4</sup> Balance of payments Manual. – 5<sup>th</sup> ed. / International Monetary Fund. – Washington D.C., 1993.

Те, що країна розвивається за рахунок не тільки власних, а й зовнішніх ресурсів, на сучасному етапі активного розвитку глобалізаційних процесів вже не є новиною, а скоріше реальністю, в якій живе більшість країн світу. Однак співвідношення внутрішніх та зовнішніх ресурсів економічного розвитку для кожної держави є надзвичайно важливим питанням, оскільки їх дисбаланс формує загрози не тільки у площині економічної безпеки, а й стає підґрунтям для реалізації кризових негараздів (зокрема, боргової та валютної кризи).

У контексті виявлення можливих загроз **дисбалансу між внутрішніми та зовнішніми ресурсами розвитку** важливим є питання "куди вкладено та наскільки ефективно використано іноземний капітал, який отримала країна", відповідь на яке може частково дати аналіз структури міжнародної інвестиційної позиції України. Фінансові компоненти МІП складаються з *резервних активів* (що належать до вимог країни), а також з *портфельних, прямих та інших інвестицій*.

Структура пасивів, яка мало змінилась з 2005 року, показує, якими шляхами іноземний інвестор розширює присутність іноземного капіталу в Україні: на кінець 2014 року це були прямі інвестиції (34,4%), портфельні інвестиції (17,8%), інші інвестиції (47,8%), які складаються з торгових кредитів; позик, включаючи кредити та позики МВФ і міжнародних фінансових організацій; угод про фінансовий лізинг; валюти та депозитів, а також інших зобов'язань.

Структура активів показує напрями використання та вид фінансових активів (простіше – куди/на які цілі Україна вкладає/витрачає іноземну валюту). Динаміка показника активів міжнародної інвестиційної позиції України за 2000–2014 роки засвідчила наявність **дисбалансу – надзвичайно високої частки такої компоненти, як обсяг готівкової іноземної валюти, що знаходяться поза банківською системою** (табл. 2). Слід підкреслити, що у період 2000–2005 років, коли дисбаланс національних заощаджень/інвестицій був позитивний, структурні зміни в активах також були позитивними: частка резервних активів зросла втричі з 13,7% до 45%, а частка інших інвестиційних активів значно зменшилась з 84,5% до 53%, питома вага готівкової іноземної валюти поза банківською системою зменшилась з 61,4% до 37%. Однак з 2006 року (за негативного дисбалансу заощаджень/інвестицій) активне зростання притоку іноземного капіталу в українську економіку нарощувало дисбаланс у структурі активів МІП, як наслідок, на кінець 2014 року ситуація погіршилась навіть порівняно із кризовим 2009 роком – резервні активи зменшились до 6%, а іноземна готівка зросла до 73,4%, перевищивши високе значення 2000-го року (61,4%).

Слід зазначити, що збільшення у структурі активів міжнародної інвестиційної позиції іноземної готівки само по собі може і не бути деструктивним фактом, а лише відповідати структурі зовнішніх зобов'язань та виплат по боргах. Однак за наявності інших макроекономічних дисбалансів в економічному розвитку країни (значного зовнішнього боргу, дефіциту бюджету, від'ємного сальдо поточного рахунку ПБ, доларизації) така зміна структури МІП не тільки свідчить про їх загострення, а й відображає результати діючої політики та моделі соціально-економічної розвитку.

Таблиця 2

## Структура міжнародної інвестиційної позиції України, %

Показник	2000	2005	2009	2013	2014
<b>АКТИВИ</b>	<b>частка у структурі активів</b>				
Резервні активи	13,7	45,4	23,6	14,8	6,0
Прямі інвестиції за кордон	1,5	1,1	6,5	7,1	7,7
Портфельні інвестиції	0,3	0,1	0,1	0,1	0,2
Інші інвестиційні активи	84,5	53,4	69,9	78,0	86,1
<i>Валюта та депозити<sup>5</sup></i>	<i>70,9</i>	<i>43,3</i>	<i>60,8</i>	<i>71,0</i>	<i>78,2</i>
<i>- інші сектори (обсяг готівкової іноземної валюти, що знаходиться поза банківською системою)</i>	<i>61,4</i>	<i>37,0</i>	<i>54,1</i>	<i>64,2</i>	<i>73,4</i>
<b>ПАСИВИ</b>	<b>частка у структурі пасивів</b>				
Прямі інвестиції в Україну	16,3	30,3	34,1	36,7	34,4
Портфельні інвестиції	13,4	15,8	10,2	16,7	17,8
Інші інвестиційні активи	70,3	53,9	55,8	46,6	47,8
<b>ЧИСТА МІЖНАРОДНА ІНВЕСТИЦІЙНА ПОЗИЦІЯ, млн дол. США</b>	<b>-12 792</b>	<b>-14 158</b>	<b>-40 247</b>	<b>-76 848</b>	<b>-60 016</b>

Джерело: складено за даними НБУ.

Порівняльний аналіз структури активів МІП<sup>6</sup> України та її найближчих сусідів Республіки Білорусь та Російської Федерації (табл. 3) свідчить про те, що дисбаланс надлишку готівкової валюти поза банками у них не є критичним/загрозливим, хоча й процес доларизації у цих економіках є досить високим. Фінансова компонента МІП "валюта та депозити" займає у структурі активів лише 12% (за даними на кінець 2013 року); а готівкова валюта поза банківською системою по складовій "інші сектори" (де не включаються центральний банк, депозитні організації та сектор державного управління) у Білорусі впродовж усього виділеного часового проміжку 2005–2013 років становила менше 1%, у Росії – знизилась із 9 до 2,6%<sup>7</sup>.

Хоча Білорусія, як і Україна, є "чистим боржником", тобто у неї від'ємні показники чистої інвестиційної позиції вже тривалий час (-39104,1 млн дол. США на кінець 2013 року), однак у структурі її активів ключовою позицією є резерви, яким належить 42,5%. Російська Федерація упродовж 2008–2013 років є "чистим кредитором": чиста МІП у 2013 році становила 126223 млн дол. США, резерви в структурі активів займають 34,7%, прямі інвестиції 32,6%<sup>8</sup>. Тобто наші сусіди Росія та Білорусь

<sup>5</sup> НБУ в 2007 році було проведено ретроспективний перегляд статті "Валюта та депозити, активи". Стаття доповнена інформацією з бази даних Банку міжнародних розрахунків (BIS) про обсяги депозитів резидентів в іноземних банках. Крім того, здійснено оцінку загальних обсягів вимог (накопичених запасів) за компонентою "готівкова валюта поза банківською системою". З цією метою проведені ретроспективні дорахунки змін платіжного балансу до 1995 року включно, накопичений обсяг готівкової іноземної валюти сформовано як кумулятивні зміни обсягів платіжного балансу з 1995 року. – Міжнародна інвестиційна позиція. Методичний коментар / Національний банк України. – [http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/-article.jsessionid=413013F48ED89704C5C81B33181C6502?art\\_id=44467&cat\\_id=44465](http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/-article.jsessionid=413013F48ED89704C5C81B33181C6502?art_id=44467&cat_id=44465).

<sup>6</sup> Відповідно до методології, представленої у шостому виданні Керівництва по платіжному балансу і міжнародної інвестиційної позиції (МВФ, 2009 р.). – Руководство по платежному балансу и международной инвестиционной позиции (РПБ6) / МВФ. – Вашингтон, округ Колумбия, 2012. – Р. 463. – <http://www.imf.org/external/russian/pubs/ft/bop/2007/bopman6r.pdf>.

<sup>7</sup> Международная инвестиционная позиция Республики Беларусь / Центральный Банк Республики Беларусь. – <http://nbrb.by/statistics/investpos>; Международная инвестиционная позиция Российской Федерации в 2001–2012 гг. / Центральный Банк РФ. – [http://cbr.ru/statistics/credit\\_statistics/print.aspx?file=iip\\_rf.htm](http://cbr.ru/statistics/credit_statistics/print.aspx?file=iip_rf.htm).

<sup>8</sup> Там само.

"вкладають" валюту в активи, що створюють їм "подушку безпеки", приносять прибуток, а не формують загрози.

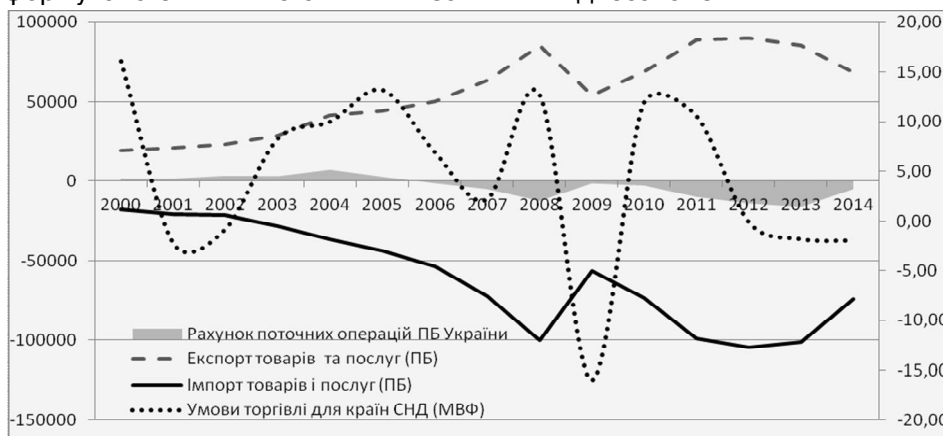
Таблиця 3

**Іноземна валюта в активах міжнародної інвестиційної  
позиції України, Республіки Білорусь та Російської Федерації,  
частка у структурі активів, %**

Показник	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Республіка Білорусь</b>									
Валюта та депозити	22,34	14,08	17,49	20,84	13,49	19,52	21,75	14,30	11,71
– інші сектори	0,42	0,53	0,30	0,34	0,37	0,34	0,41	0,32	0,26
<b>Російська Федерація</b>									
Валюта та депозити	12,84	9,60	6,18	13,42	11,34	8,28	11,28	11,59	11,79
– інші сектори	9,04	5,02	1,99	4,58	3,87	2,29	2,79	2,71	2,56
<b>Україна</b>									
Валюта та депозити	43,32	49,56	48,45	54,42	60,77	57,29	63,65	69,05	71,04
– інші сектори	36,95	42,84	41,91	47,97	54,06	49,97	56,00	60,41	64,22

Джерело: складено за даними НБУ, Центробанку РФ, Національного банку Республіки Білорусь; Міжнародна інвестиційна позиція України / Національний банк України. – [http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=44465](http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=44465); Международная инвестиционная позиция Республики Беларусь / Центральный Банк Республики Беларусь. – <http://nbrb.by/statistics/investpos>; Международная инвестиционная позиция Российской Федерации в 2001–2012 гг. / Центральный Банк РФ. – [http://cbr.ru/statistics/credit\\_statistics/print.aspx?file=iip\\_rf.htm](http://cbr.ru/statistics/credit_statistics/print.aspx?file=iip_rf.htm).

Абсолютне та відносне зменшення золотовалютних резервів України є відображенням **дисбалансу зовнішньоторговельних зв'язків**, про наявність якого свідчить негативне сальдо рахунку поточних операцій платіжного балансу країни, що за обсягом збільшилось із 1,5% (у 2006 році) до 9 % ВВП (у 2013 році). У 2003–2011 роках умови торгівлі для України (як і для інших держав колишнього СНД) та динаміка курсу гривні сприяли зростанню вітчизняного експорту (рис. 3), однак перевищення темпів збільшення імпорту призвели до негативного сальдо рахунку операцій, що сформувало стійкий негативний "зовнішній" дисбаланс.



**Рисунок 3. Динаміка основних показників платіжного балансу  
України та умов торгівлі для країн СНД у 2000–2014 рр.**

Джерело: складено за даними НБУ, МВФ.

У ситуації негативного сальдо поточного рахунку спадна динаміка міжнародних резервів України, зокрема упродовж 2014 року, була обумовлена необхідністю підтримки НБУ стабільності валютного ринку та курсу гривні, платежів НАК "Нафтогаз України", обслуговування зовнішніх боргів. Як результат – станом на 1 січня 2015 року обсяг міжнародних резервів України становив 7 млрд 533 млн дол. США в еквіваленті (тільки за 2014 рік резерви скоротились у 2,7 разу, оновивши таким чином 11-річний мінімум після зниження до 7,634 млрд дол. у лютому 2004 року)<sup>9</sup>.

Отже, тривалий дисбаланс зовнішньоторговельних операцій та втрата валютних резервів призвели до загострення ситуації у сфері формування **зовнішнього макроекономічного дисбалансу** – обсяг **валового зовнішнього боргу країни** на кінець 2014 року становив 126,3 млрд дол. США, досягнувши 95,1% до ВВП, що значно перевищує граничне значення (табл. 4). І хоча, як стверджує міністр фінансів Н. Ярецько, країна не перебуває на грані банкрутства і в повному обсязі виконує свої фінансові зобов'язання, проте для виплат 11 млрд дол. США за боргами у 2015 році, за словами прем'єр-міністра А. Яценюка, Україні знову необхідна фінансова допомога від міжнародних партнерів (в 2014 році отримали 9 млрд дол., а 14 млрд дол. США віддали) (Нагорский, 2015).

Таблиця 4

**Показники розвитку зовнішнього сектора економіки України**

Показник	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Валовий зовнішній борг, млрд дол. США	54,5	80,0	101,7	104,0	117,3	126,2	134,6	142,1	126,3
Валовий зовнішній борг, % до ВВП	50,6	56,0	55,9	88,3	83,1	74,6	73,7	74,6	35,1
Валовий зовнішній борг, % до експорту товарів і послуг	108,5	124,9	118,7	190,6	169,4	142,1	149,5	166,2	184,4
Короткостроковий зовнішній борг за залишковим терміном погашення, млрд дол. США	26,8	38,3	46,4	39,4	48,9	59,4	65,6	60,3	55,1
Міжнародні резерви, млрд дол. США	22,3	32,5	31,5	26,5	34,6	31,8	24,5	20,4	7,5
Міжнародні резерви, в місяцях імпорту майбут. періоду	3,7	3,9	6,7	4,3	4,2	3,7	2,9	3,3	1,5

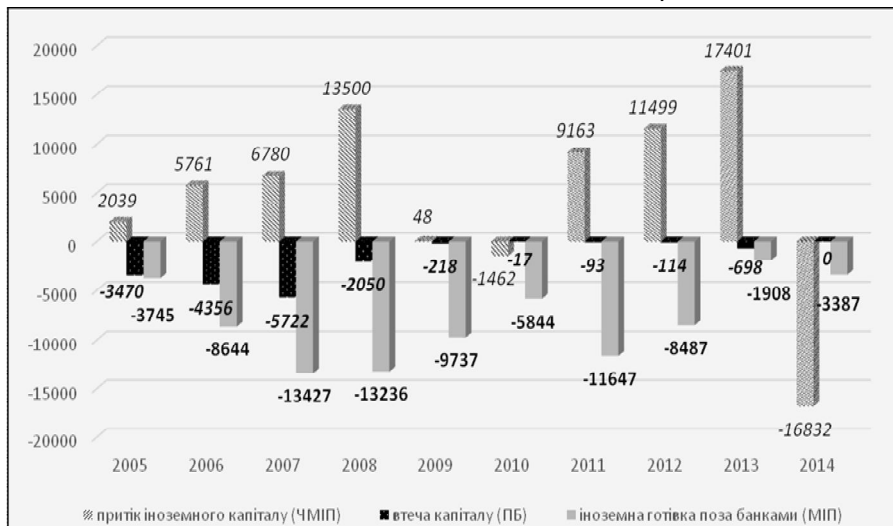
Джерело: НБУ (2014) Платіжний баланс і зовнішній борг України. 2014 рік. Щоквартальне аналітично-статистичне видання. С. 9.

Щорічне зростання обсягів іноземного капіталу (й у тому числі для нівелювання негативного дисбалансу зовнішньої торгівлі та обслуговування зовнішніх зобов'язань) відбувалось на фоні відтоку валюти у тіншову економіку. Так, навіть у період 2011–2014 років післякризового відновлен-

<sup>9</sup> Міжнародна інвестиційна позиція України / Національний банк України. – [http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=44465](http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=44465).



ня економіки за офіційного зменшення втечі капіталів (розрахованої за даними ПБ) щорічний приріст іноземної готівки поза банківською системою України (розрахованої за даними МІП) був досить суттєвим за обсягами (рис. 4) і вказував на зростання неофіційного сектора економіки. Слід врахувати, що фактично обсяги втечі були значно більшими, ніж розраховані за "вузьким визначенням" через статті ПБ (такі як "помилки і упушення" та "обсяги недоотриманої виручки за експорт товарів та послуг, оплати за імпорт, що не надійшов, та платежі за фіктивними операціями з цінними паперами") (Шумська, 2008). Отже, у 2006–2014 роках складалась парадоксальна ситуація: *світові фінансові ресурси, що направились для забезпечення соціально-економічного розвитку України, на практиці значною мірою підтримували функціонування неофіційного сектора економіки та відкладались населенням "під матрац"*.

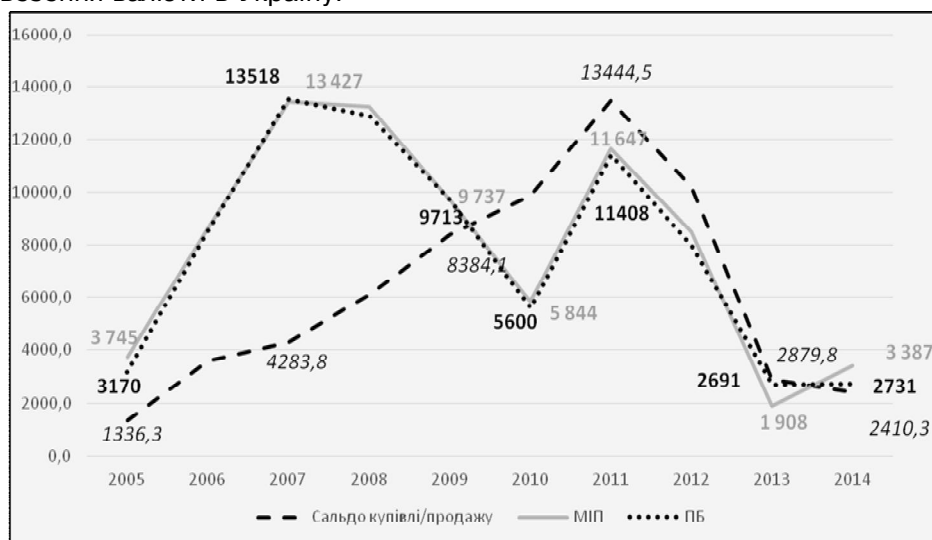


**Рисунок 4. Щорічні обсяги потоків іноземної валюти, млн дол. США**  
 Джерело: складено за даними Платіжного балансу та МІП НБУ.

Оцінити точно фактичні обсяги іноземної готівки у населення практично неможливо, оскільки частина відкладена "на чорний день" (і не працює), частина – вивезена з країни (через туризм, торгівлю, бізнес), частина – обертається у тіньовому секторі економіки. Однак навіть спрощений аналіз динаміки обороту та сальдо купівлі/продажу валюти населенням свідчить про дуже високий рівень готівкової доларизації в Україні. Навіть після девальвації гривні у 2009 році тенденція до зростання продовжилась, і лише друга хвиля кризи, військові дії, зниження реальних доходів, відсутність валюти у продажу зменшили обсяги купівлі населенням іноземної готівки (рис. 5).

Слід підкреслити, що оцінки іноземної валюти поза банками можуть бути різними, оскільки фахівці у своїх розрахунках беруть до уваги різні канали притоку/відтоку валюти: пункти обміну, банки, контрабанду (і якщо за першими двома каналами облік ведеться комерційними банками та НБУ через сальдо купівлі/продажу та потоки на рахунках і депозитах, то останній оцінюється експертами дуже приблизно). Це може частково пояснити різницю між наведеними на рис. 5 оцінками **готівки поза банками** (де у розрахунки не включено дані щодо валюти у банках, секторі

державного управління та органах державного регулювання) проведеними за трьома варіантами даних – платіжного балансу, міжнародної інвестиційної позиції<sup>10</sup> та на руках у населення, обрахованого через сальдо купівлі/продажу населенням. Перевищення упродовж 2010–2013 років обсягів купівлі населенням іноземної готівки над даними статистики ПБ та МІП може свідчити про додаткове (не через офіційні канали, контрабандне) ввезення валюти в Україну.



**Рисунок 5. Щорічний обсяг приросту іноземної валюти поза банками і сальдо купівлі/продажу населенням іноземної готівкової валюти в Україні, млн дол. США**

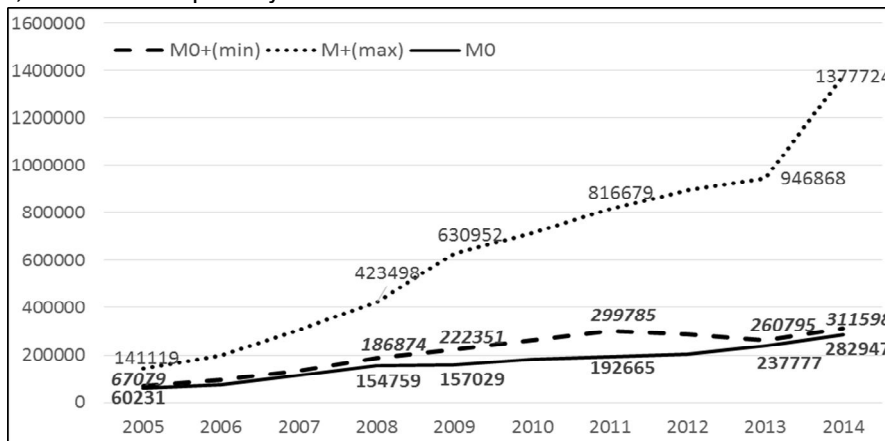
Джерело: складено за даними НБУ.

У контексті загроз, які формує **дисбаланс в обігу готівкових грошей** (оскільки, окрім української гривні, у грошовому обороті знаходиться значна сума готівки іноземних держав), слід зазначити, що для відносно стабільного у фінансовому відношенні періоду іноземна готівка є, окрім валюти, що обслуговує тіньову (але національну) економіку, ще й способом накопичення багатства економічних суб'єктів та населення. У момент макроекономічної нестабільності або кризи іноземна готівка стає активним інструментом виведення капіталу з національної економіки. За умов високого рівня доларизації економіки бажання вберегти свої капітали значно посилює існуючі проблеми в країні, а за форс-мажорних обставин може спровокувати кризу на валютному та грошовому ринках України.

На питання, чи є загрозливим на сьогодні такий дисбаланс, може дати відповідь порівняльний аналіз динаміки  $MO$  з розширеними на обсяг іноземної готівки агрегатами  $MO+(min)$  та  $MO+(max)$  (рис. 6 і табл. 5). У першому випадку до грошового агрегату  $MO$  додано гривневий еквівалент сальдо купівлі/продажу валюти населенням, у другому – увесь обсяг іноземної готівки поза банківською системою, розрахований за даними міжнародної інвестиційної позиції (кумулятивне значення). Зрозуміло, що розгляд таких штучних агрегатів як  $MO+(min)$  та  $MO+(max)$  є дуже спро-

<sup>10</sup> Оцінки за даними МІП та ПБ мають збігатись (тут вони відрізняються, бо у МІП враховано курсові різниці, переоцінки капіталу та інші зміни).

щеним прикладом: перший побудований із розрахунку, що увесь обсяг придбаної іноземної валюти упродовж року повністю виводиться із обігу (тезаврується "під матрац" населенням, покладено на рахунки/депозити в банківські установи або вивезено за кордон); другий – вся валюта залишається в країні і не підконтрольна НБУ. Реальні оцінки M0+ будуть менші, ніж розглянуті у другому сценарії, проте, наведені дуже мало ймовірні варіанти демонструють, що кожного року паралельно із офіційною готівковою гривнею в обігу обертається досить значна маса іноземних грошей, яка може спровокувати нестабільність.



**Рисунок 6. Динаміка грошового агрегату M0 та розширених (на приріст обсягу іноземної готівки поза банками) агрегатів M0+(min) та M0+(max), млн грн**

Джерело: складено за даними НБУ.

Порівнюючи щорічні прирости готівкової гривні (як відсоток кумулятивної величини M0), іноземної валюти поза банками (за даними ПБ) і сальдо купівлі/продажу іноземної валюти населенням (табл. 5), видно, що упродовж періоду 2006–2012 років іноземна готівкова валюта зростала за обсягами швидше, ніж гривня. В результаті **упродовж 1995–2014 років в Україну ввезено 92,101 млрд дол. США**, які створили паралельний обіг на грошовому ринку країни. Після девальвації 2009 та 2014 років відбувся стрибок у співвідношенні накопиченої іноземної готівки та готівкової гривні із 1,7 до 3,9, який лише збільшив дисбаланс за розмірами.

Як бачимо, дисбаланси на грошовому та валютному ринках України, що виникли під дією внутрішніх факторів та зовнішніх шоків, взаємопов'язані між собою і зростання одного з них може призвести до активізації потенціалу системної нестабільності. Врахування різних ефектів взаємозв'язків та, головне, ризиків, що стоять за ними, є важливим аспектом при оцінках як найближчого майбутнього, так і довгострокових перспектив. Так, наприклад, позитивний прогноз експертів МВФ щодо розвитку української економіки (WEO, 2014) та зростання норм заощадження та інвестицій на 2015–2019 роки (рис. 1) явно потребує коригування та змушує шукати інструменти регулювання, які б змінили існуючі негативні тенденції на протилежні, нівелювали нові загрози.

У цьому контексті варто підкреслити, що динаміка нарощування дисбалансів в Україні відображає не тільки тривалу дію внутрішніх факто-

рів, але й свідчить про сприйняття впливу **глобальних економічних ризиків**. Якщо звернутись до оцінок глобальних ризиків<sup>11</sup>, наприклад, тих, що вже досить довгий період представляються експертами Всесвітнього економічного форуму, то буде чітко видно, що упродовж 2007–2014 рр. на першому місці серед п'ятірки глобальних ризиків за силою впливу були саме економічні ризики (WEF, 2015). Незважаючи на те, що за 10 років було отримано значний прогрес у зменшенні ймовірності реалізації ризиків в усіх виділених у останньому звіті 28 видах (які групуються у 5 категорій: економічні, екологічні, геополітичні, соціальні, технологічні), експерти продовжують наголошувати, що їх вплив й надалі залишатиметься суттєвим, адже взаємозв'язки між ними посилюються.

Таблиця 5

**Дисбаланс в обігу готівкових грошей**

Показник	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Абсолютний річний приріст грошового агрегату М0, млн грн	14753	36135	43640	2270	25961	9675	10580	34532	45170
Приріст М0, як % від М0	19,7	32,5	28,2	1,4	14,2	5,0	5,2	14,5	16,0
Сальдо* купівлі/продажу ін. готівки населенням, як % до М0	24,2	19,5	20,8	41,6	42,8	55,6	40,1	9,7	10,1
Ін. валюта* поза банками (приріст за рік, за даними ПБ), як % до М0	57,3	61,4	43,8	48,2	24,3	47,2	31,3	9,0	11,5
<b>Іноземна валюта поза банківською системою, млн дол. США (за даними МІП)</b>	<b>24 428</b>	<b>37 855</b>	<b>51 091</b>	<b>60 828</b>	<b>66 672</b>	<b>78 319</b>	<b>86 806</b>	<b>88 714</b>	<b>92 101</b>
<b>Співвідношення іноземної готівкової валюти* та М0, разів</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>3,0</b>	<b>2,9</b>	<b>3,2</b>	<b>3,4</b>	<b>3,0</b>	<b>3,9</b>

\*у гривневому еквіваленті (розраховано за обмінним курсом у середньому за період)

Джерело: складено за даними НБУ.

Серед економічних глобальних ризиків 2015 року названо такі: "мильна бульбашка" активів у великій/ключовій країні; дефляція у великій/ключовій країні; шок цін на енергоресурси у глобальній економіці; збої/вихід з ладу головного фінансового механізму або інституцій; вихід з ладу/відмова у роботі життєво важливої інфраструктури; фінансові кризи в провідних країнах; високе структурне безробіття або неповна зайнятість; некерована

<sup>11</sup> Глобальний ризик – невизначена подія або умова, реалізація якої може викликати істотний негативний вплив на декілька країн чи галузей упродовж наступних 10 років (WEF, 2015).

інфляція. І хоча на перші місця у ТОП-10 з точки зору ймовірності реалізації та сили впливу серед усіх категорій очікуваних глобальних ризиків у 2015 році замість економічних ризиків уперше за довгі роки дослідження експертами виведено екологічні та геополітичні ризики, однак, як видно із табл. 6, фінансові також входять до переліку десятки важливих.

Таблиця 6

**ТОП-10 глобальних ризиків у 2015 році**

3 точки зору ймовірності настання		3 точки зору впливу
Міждержавний конфлікт з регіональними наслідками	1	Криза водопостачання
Екстремальні погодні явища	2	Швидке й масове поширення інфекційних захворювань
Невдачі національного державного управління	3	Розповсюдження зброї масового знищення
Розпад державності чи криза	4	Міждержавний конфлікт з регіональними наслідками
Високе структурне безробіття або неповна зайнятість	5	Нездатність/невдачі адаптації до зміни клімату
Природні катастрофи	6	Шок цін на енергоресурси
Нездатність/невдачі адаптації до зміни клімату	7	Крах інформаційної інфраструктури
Криза водопостачання	8	Фінансова криза
Шахрайство або крадіжки даних	9	Високе структурне безробіття або неповна зайнятість
Кібер-атаки	10	Втрата біологічного різноманіття та руйнування екосистеми

Джерело: WEF (2015) Global Risks 2015. 10<sup>th</sup> Editions. — Geneva : World Economic Forum. — <http://reports.weforum.org/global-risks-2015>.

Для світової економіки реалізація ризиків у найближчі 10 років, й у тому числі у фінансовій сфері, значною мірою залежатиме від прояву **глобальних тенденцій**, що мають як позитивні так і негативні наслідки та які в довгостроковій перспективі можуть нівелювати сьогодні виділені загрози, змінити існуючі взаємозв'язки. Серед глобальних трендів 2015 року, які дозволяють краще розуміти глибинні рушійні сили розвитку світової економіки, ключовими названі: старіння населення, зміну клімату; деградацію навколишнього середовища; зростання середнього класу в країнах з економікою, що розвивається; підвищення національної самосвідомості; зростаючу поляризацію суспільства; зростання нерівності доходів; урбанізацію; ослаблення міжнародного управління (WEF, 2015).

Наголошуючи на взаємопов'язаності глобальних ризиків, тенденцій, (які підтримують уже існуючі дисбаланси чи у подальшому можуть сформувати нові), експерти Всесвітнього економічного форуму представляють щороку звіти, забезпечуючи інформацією всіх зацікавлених осіб, які приймають рішення. Так, наприклад, у 2013 році було представлено спеціальну доповідь (*Building National Resilience to Global Risks*), присвячену обговоренню дуже складного питання, що стосується того, як країна може підготуватись до глобальних ризиків, які вона не може контролювати чи попередити (WEF, 2013). Серед підходів, які були запропоновані – застосування "системного мислення" та використання концепції стійкості на рівні країни. В результаті було представлено діагностичний інструментарій, який дозволяє оцінювати національну стійкість перед глобальними ризиками. Згідно з оцінками, що характеризують адаптивність та можли-

вість відновлення України (2,54 бали із 7 можливих), наша країна є досить вразливою до зовнішніх шоків.

Здатність національних урядів адаптуватись і ефективно реагувати на ризики залежить не тільки від оцінки ймовірності реалізації останніх та сили їх впливу, а й від урахування взаємозв'язків між ними, адже активізація лише одного з них викликає ланцюгову реакцію в різних сферах розвитку і може призвести до системної глобальної кризи. На рис. 7 представлено 10 (із 50-ти) ризиків, що мають, на думку респондентів, найбільше взаємозв'язків з іншими (серед лідерів трьох відносять до економічної категорії).



**Рисунок 7. ТОП-10 ризиків, що мають найбільше взаємозв'язків**

Джерело: WEF (2013) Global Risks 2013. Eighth Editions. – Geneva : World Economic Forum. – <http://reports.weforum.org/global-risks-2013>.

Загальне спільне розуміння найбільш актуальних питань та існуючих зв'язків є необхідним як основа для багатостороннього співробітництва, що отримує сьогодні визнання як найбільш ефективний спосіб ліквідації глобальних ризиків і створення арсеналу протидії існуючим дисбалансам на всіх рівнях.

Успіх зусиль України у цьому напрямі залежить від ефективності розв'язання клубка старих внутрішніх проблем та швидкості загострення нового глобального дисбалансу – між прийняттям економічного і фінансового ризику (Josy Vicals, 2014). Новим викликом для України є те, що вже сьогодні, на думку експертів, світова економіка має піти на збільшення ризиків, необхідних для підвищення темпів економічного зростання та одночасно стримувати збільшення фінансових ексцесів, які створюють проблеми з стабільністю. Отже, Україна, окрім вирішення накопичених домашніх завдань у фінансовій сфері, вже має включатись у розбудову системи заходів мікро- та макропруденційної політики, які можуть попередити негативний вплив нових дисбалансів.

### Література

- Бажан А.И. (ред.) (2013) Глобальные дисбалансы и кризисные явления в мировой экономике. Ч. I. М. : Ин-т Европы РАН : Рус. сувенир. 128 с.
- Бородушко Е.С. (2011) Принципы и методы оценки дисбалансов экономической системы как источника угроз национальной безопасности // Вестник Санкт-Петербургского университета МВД России. № 1 (49). С. 147–151.

- Нагорский В. (2015) Баланс недели: иссякающие резервы, масштабная приватизация и российские угрозы // УНИАН. <http://economics.unian.net/finance/1032863-balans-nedeli-issyakayuschie-rezervyi-masshtabnaya-privatizatsiya-i-rossiyskie-ugrozyi.html>
- НБУ (2014) Платіжний баланс і зовнішній борг України. 2014 рік. Щоквартальне аналітично-статистичне видання. С. 9.
- Радіонова І. (2013) Теорія фінансової нестабільності в інструментарії сучасної макроекономіки // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Серія Економіка. Т. 5. № 146. С. 63–67.
- Савченко Т.Г. (2010) Генезис теорій економічної рівноваги // Економіка і регіон. № 1. С. 198–206.
- Федоров К. (2013) Глобальные дисбалансы: пять лет спустя / Евразийский банк развития. [http://eabr.org/r/research/publication/today/index.php?from\\_4=1&id\\_4=31375](http://eabr.org/r/research/publication/today/index.php?from_4=1&id_4=31375).
- Шевченко Л.М. (2012) Финансовая глобализация и риски утраты устойчивости национальной финансовой системы // Вестник ТГУ. Вып. 7 (111). С. 79–83.
- Шумська С.С. (2008) Втеча капіталу з української економіки: аналіз та оцінка за даними платіжного балансу // Економічна теорія. – № 4. – С. 56–77.
- Шумська С.С. (2014) Дисбаланси економічного розвитку як наслідок порушення рівноваги і бар'єри для реалізації потенціалу // Потенціал економічного розвитку країни: теорія і практика: колективна монографія у 2 т.; ДонНУЕТ. Донецьк: Східний видавничий дім. Т. 1. С. 64–74.
- Щетилова Т.В. (2012) Оценка глобальных дисбалансов в развитии макроэкономических систем // Основы экономики, управления и права. № 6. С. 106–111.
- Aghion P., Bacchetta P., Banerjee A. (2004) Financial development and the in-stability of open economy // NBER Working Paper № 10246. January.
- Josif Vicals. (2014) The New Global Imbalance: Too Much Financial Risk-Taking, Not Enough Economic-Risk Taking / International Monetary Fund. – <http://blog-imfdirect.imf.org/2014/10/08/the-new-global-imbalance-too-much-financial-risk-taking-not-enough-economic-risk-taking>.
- Minsky Human P. (1986) Stabilizing an unstable economy / Yale University Press, 1986.
- WEO (2014) : Legacies, Clouds, Uncertainties. — Washington, DC : International Monetary Fund. October. – <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/02>.
- WEF (2015) Global Risks 2015. 10<sup>th</sup> Editions. — Geneva : World Economic Forum. – <http://reports.weforum.org/global-risks-2015>.
- WEF (2013) Global Risks 2013. Eighth Editions. — Geneva : World Economic Forum. – <http://reports.weforum.org/global-risks-2013>.
- Надійшла в редакцію 20.01.2015 р.

---



---

## INTERCONNECTION BETWEEN THE IMBALANCES IN UKRAINE'S FINANCIAL SECTOR

**Svitlana Shumska**

**Author affiliation:** PhD in Economics, Institute for Economics and Forecasting, NAS of Ukraine. E-mail: s\_shumska@mail.ru.

The article presents quantitative assessments of imbalances in the financial sector and shows their connection to each other and to the government's economic policy, which is determined by the choice of the model of socio-economic development, such as the imbalance of cash in circulation (because, in addition to Ukrainian hryvnia, the cash flow has a significant amount of foreign cash); foreign trade imbalance whose presence is indicated by the negative current account balance and gross external debt; imbalance between internal and external resources of economic development; "gaps" between savings and investments of the national economy. The author mentions the essential, according to experts of the World Economic Forum, global trends 2015 and global risks that define and limit the driving forces of the global economy, which will impact Ukraine's economy, creating new challenges and threats.

**Key words:** imbalance, international investment position, balance of payments, foreign debt, savings, investments of the national economy, foreign currency in circulation.

**JEL:** C62, D53, E22, E42, F32, F62.