

Т. П. Богдан

*доктор економічних наук, завідувач сектору міжнародних фінансових досліджень
ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАН України", Київ, Україна,
tetiana.bogdan@gmail.com*

ГЛОБАЛЬНІ УМОВИ ТА ВНУТРІШНІ РИЗИКИ ФУНКЦІОНУВАННЯ ВАЛЮТНО-ФІНАНСОВОЇ СФЕРИ УКРАЇНИ

Анотація. У статті визначено новітні тенденції глобальних фінансів, які позначаються на поступі економіки України та вимагають адаптивних змін національної фінансової політики. Це слабка динаміка економічного зростання в розвинутих країнах і погіршення його показників у країнах із ринками, що формуються, утримання низького рівня цін на сировинні товари та ускладнення стану сировинних економік, підвищення процентних ставок у США наприкінці 2015 р. і скорочення припливу іноземного капіталу на ринки, які формуються, загострення геополітичних шоків та їх негативний вплив на схильність інвесторів до прийняття ризиків, накопичення проблем у банківському секторі розвинутих країн і, як наслідок, зниження фінансової стабільності. Окреслено поточні виклики та ймовірні напрями трансформації вітчизняної економіки через глобальні зрушення, такі як: консервація малих обсягів експортної виручки, хронічний дефіцит платіжного балансу, утримання заниженого обмінного курсу гривні, що зумовлює потребу в активізації стимулювання національного експорту й пошуку альтернативних шляхів для експорту на ринки динамічно зростаючих країн; неможливість швидкого відновлення припливу іноземного капіталу з приватних джерел і необхідність продовження співробітництва України з міжнародними фінансовими організаціями; збільшення в нових умовах шансів нашої держави на залучення прямих китайських інвестицій і включення до міжнародних інфраструктурних проєктів, ініційованих КНР, при проведенні адекватної економічної політики. Також виявлено внутрішні фінансово-економічні, або специфічні країнні, ризики, правильна оцінка котрих Урядом або НБУ разом із реалізацією належних заходів для їх мінімізації є вкрай важливою для повернення України на траєкторію стійкого економічного зростання. Особливу увагу приділено таким ризикам: платіжного балансу та валютно-курсової стабільності, порушення боргової стійкості, кредитним і стабільності банківської системи.

Ключові слова: глобальні фінанси, експортна виручка, приплив капіталу, банківський сектор, боргова стійкість, валютний курс, мінімізація ризиків.

Рис. 2. Табл. 3. Літ. 21.

Tetiana Bohdan

Dr. Sc. (Economics), SI "Institute for Economics and Forecasting Ukrainian National Academy of Science", Kyiv, Ukraine, tetiana.bogdan@gmail.com

GLOBAL CONDITIONS AND COUNTRY-SPECIFIC RISKS FOR FUNCTIONING FOREIGN EXCHANGE AND FINANCIAL SECTORS IN UKRAINE

Abstract. The author identifies the recent trends of global financial development, that effect the trajectory of Ukraine's economy and require an adaptive response of the national financial policy: economic slacks in developed countries and a slowdown of the

© Богдан Т.П., 2017

economic growth in emerging markets, a sustaining low level of commodity prices and deterioration of economic conditions in commodity-exporting economies, a rise in interest rates in the USA at the end of 2015 and modest foreign capital inflows to emerging markets, elevation of geo-political problems and their negative impact on the global appetite for risks, accumulation of the banking sector problems in developed countries and their negative effects on financial stability prospects. The author highlights current challenges and probable transformations of Ukraine's economy under the impact of global changes, i.e. conservation of the small export revenue of Ukraine, chronic deficits of the balance of payments, sustaining undervalued hryvna's exchange rate. All of above indicate the low likelihood of renewal of the foreign capital inflows from private sources and the importance of collaboration with international financial institutions; the necessity to promote national exports and to look for the export alternatives at the markets of rapidly growing economies; better prospects for Ukraine in regard with drawing foreign direct investments from China (conditional, however, upon adequate economic policy in Ukraine) and inclusion into the cross-border infrastructure projects, initiated by China. The author also reveals domestic financial and economic risks, i. e. country specific risks, reasonable assessments of which and undertaking proper measures for their minimization are the matters of utmost urgency, essential for Ukraine's return to the trajectory of sustainable economic growth. Among the above-mentioned risks, balance of payments risks and exchange rate stability risks, risks of debt sustainability, credit risks and banking sector risks are examined in details.

Keywords: global finances, export revenue, capital inflows, banking sector, debt sustainability, exchange rate, risks minimization.

JEL classification: F30, F63, H80.

Т. П. Богдан

*доктор економічних наук, завідувачий сектором міжнародних фінансових досліджень ГУ "Інститут економіки і прогнозування НАН України",
Київ, Україна*

ГЛОБАЛЬНЫЕ УСЛОВИЯ И ВНУТРЕННИЕ РИСКИ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ВАЛЮТНО-ФИНАНСОВОЙ СФЕРЫ УКРАИНЫ

Аннотация. В статье определены новейшие тенденции глобальных финансов, которые сказываются на продвижении экономики Украины и требуют адаптивных изменений национальной финансовой политики. Это слабая динамика экономического роста в развитых странах и ухудшение показателей в странах с формирующимися рынками, удержание низкого уровня цен на сырьевые товары и усложнение состояния сырьевых экономик, повышение процентных ставок в США в конце 2015 г. и сокращение притока иностранного капитала на формирующиеся рынки, обострение геополитических шоков и их негативное влияние на склонность инвесторов к принятию рисков, накопление проблем в банковском секторе развитых стран и, как следствие, снижение финансовой стабильности. Обозначены текущие вызовы и вероятные направления трансформации отечественной экономики из-за глобальных сдвигов, такие как: консервация малых объемов экспортной выручки, хронический дефицит платежного баланса, удержание заниженного обменного курса гривны, что обуславливает потребность в активизации стимулирования национального экспорта и поиске альтернативных путей для экспорта на рынки динамично растущих стран; невозможность быстрого восстановления притока иностранного капитала из частных источников и необходимость продолжения со-

трудництва України с міжнародними фінансовими організаціями; збільшення в нових умовах шансів нашого державства на привабливість прямих китайських інвестицій і включення в міжнародні інфраструктурні проекти, ініційовані КНР, при проведенні адекватної економічної політики. Також виявлені внутрішні фінансово-економічні, або специфічні державні, ризики, правильна оцінка яких Правительством або НБУ разом з прийняттям належних заходів для їх мінімізації дуже важливо для повернення України на траєкторію стійкого економічного зростання. Особливу увагу приділено таким ризикам: платіжного балансу і валютно-курсної стабільності, порушення довгострокової стійкості, кредитним і стабільності банківської системи.

Ключові слова: глобальні фінанси, експортна виручка, приток капіталу, банківський сектор, довгострокова стійкість, валютний курс, мінімізація ризиків.

Після глобальної кризи 2008–2009 рр. у рамках світової фінансової системи почали відбуватися кардинальні зрушення, динамічні і структурні зміни, які чинитимуть багатовекторний вплив (як стимулюючий, так і гальмівний) на розвиток національних економік. Найвагомими серед глобальних фінансових трансформацій є: формування багатопольової валютної системи та поширення регіональних валют, підвищення залежності країн – експортерів сировини від курсових коливань на світових ринках і волатильності цін на сировинні товари, посилення міжнародної експансії провідних фондових бірж та виникнення нових осередків “фінансової могутності” в Східній Азії, розвиток нових форм віртуалізації світового фінансового ринку й зростання нестабільності на фондових ринках світу, збільшення ролі міжнародних фінансових організацій у подоланні проблем посткризового розвитку та використання ними нових інструментів фінансування, накопичення надмірного боргового навантаження в розвинутих країнах і активне проведення фіскальних консолідацій у країнах ЄС, посилення геоекономічного впливу Китаю та використання нових фінансових механізмів транснаціоналізації (див. докладно [1]).

У 2015–2016 рр. окреслилися новітні тенденції глобальних фінансів, які безпосередньо й опосередковано впливатимуть на рух економіки України та вимагатимуть адаптивних змін національної фінансової політики. Ці тенденції пов’язані передусім зі слабкою динамікою економічного зростання в розвинутих країнах і погіршенням його показників у країнах із ринками, що формуються, утриманням низького рівня цін на сировинні товари та ускладненням стану сировинних економік в умовах ревальвації американського долара, підвищенням процентних ставок у США наприкінці 2015 р. і збільшенням зовнішніх спредів для країн із ринками, що формуються, скороченням припливу іноземного капіталу на ринки цих країн, загостренням геополітичних шоків та їх негативним впливом на схильність інвесторів до прийняття ризиків, накопиченням проблем у банківському секторі розвинутих країн, котрі посилюють ризики фінансової нестабільності.

Слабка динаміка економічного зростання в розвинутих країнах та погіршення його показників у країнах із ринками, які формуються, що

негативно відбивається на динаміці світового експорту. Темпи економічного зростання розвинутих країн залишаються дуже низькими й за прогнозом МВФ становитимуть 1,6 % у 2016 р. порівняно з 2,1 і 1,8 % у 2015 та 2014 рр. відповідно. Показники країн із ринками, що формуються, й тих, які розвиваються, котрим після глобальної кризи був властивий високий динамізм, погіршувалися п'ять років поспіль до 2016 р. Так, якщо в 2010 і 2011 рр. середній темп приросту реального ВВП цієї групи країн дорівнював 7,4 та 6,3 % відповідно, то в 2015 р. – лише 4 %. У 2016 р., згідно з прогнозом МВФ, темпи економічного зростання повинні підвищитися до 4,2 %, при цьому ВВП країн СНД має скоротитися на 0,3 % [2].

У багатьох країнах із ринками, що формуються, не проведено структурних реформ, необхідних для поліпшення продуктивності та збільшення обсягів пропозиції, внаслідок чого вони потрапили в “пастку” середніх доходів. Окрім того, низка циклічних факторів загострила економічні проблеми цих країн, що проявилось в завершенні періоду високих цін на сировинні товари, підвищенні з грудня 2015 р. процентної ставки ФРС США, “балансових ефектах” девальвацій (збільшення тягаря доларових боргів для позичальників).

Слабке зростання зовнішнього попиту обмежує можливості для нарощування експорту, що має особливо болісні наслідки для країн із високим ступенем економічної відкритості. Найпотужнішими каналами впливу на динаміку експорту у світовому масштабі слід визнати такі:

– з боку *Китаю*: експортери сировини та відкриті економіки добре відчували на собі падіння попиту на імпортовану продукцію в КНР;

– з боку *Росії*: більшість країн Центральної та Східної Європи постраждали від уповільнення економічної активності в РФ;

– з боку *країн зони євро*: недостатній поступ у Європейському Союзі негативно позначається на країнах, які тісно інтегрувались у глобальні мережі створення вартості. За даними Євростату, темпи зростання реального ВВП ЄС-28 у 2013 р. становили 0,2 %, у 2014 р. – 1,6, у 2015 р. – 2,2 %.

Міжнародні експерти вважають, що невисокі показники економічного зростання країн із ринками, що формуються, спричинені переважно гальмуванням китайської економіки та зміною її структури, продовженням адаптації країн – експортерів біржових товарів до скорочення рівня їхніх доходів, вторинними ефектами слабого попиту в розвинутих країнах, геополітичною напруженістю й внутрішніми конфліктами в окремих державах. На думку фахівців МВФ, ризики кволого зростання стають самопідтримуючими, коли інвестиції скорочуються, підвищення продуктивності праці гальмується, а ринки праці стають менш динамічними. Крім того, уповільнення економічного зростання в умовах збільшення нерівності доходів і побоювань наслідків міграції призводить до політичної напруженості, котра посилює торговельний протекціонізм і блокує процес реформування економік [2].

Утримання низького рівня цін на сировинні товари та погіршення стану сировинних економік в умовах ревальвації долара США й перебалансування економіки Китаю. На кінець 2015 р. порівняно з I кв. 2011 р. агрегований індекс ЮНКТАД цін на сировинні товари в поточних доларах США був меншим на 42 %, індекс цін на продовольчі товари – на 32, а індекс цін на мінерали, руди та метали – на 53 %. Тривале погіршення умов торгівлі для експортерів сировинних товарів спричинило болісні структурні коригування в цих країнах. Як бачимо, тренд номінальних доларових цін на сировину впродовж 2011–2015 рр. був низхідним (рис. 1). Проте у 2016 р. ціни на широку номенклатуру біржових товарів помітно підвищилися відносно своїх мінімальних значень у січні 2016 р. Так, за лютий–жовтень 2016 р. номінальні ціни на мінерали, руди й метали зросли на 16,9 %, на продовольчі товари – на 11, а на сировинні товари загалом – на 12,1 %.

Традиційно динаміка світових цін на сировинні товари була похідною від змін фундаментальних факторів, які визначали попит і пропозицію сировинних товарів. Однак на початку 2000-х років став набирати обертів процес “фінансіалізації” сировинних ринків, тобто участі фінансових інвесторів у торговельних операціях із сировинними товарами. Така поведінка була продиктована бажанням інвесторів поліпшити співвідношення доходності та ризикованості сумарного інвестиційного портфеля за рахунок більшої диверсифікації включених у нього активів. У період “фінансіалізації” почала спостерігатися тісна кореляція між цінами на сировинні товари й обмінними курсами валют, котрі широко використовуються для “carry-



Рис. 1. Індекс світових цін на сировинні товари в доларах США за кварталами протягом 2000–2016 рр.

Складено за даними ЮНКТАД.

trade” спекуляцій. Згідно з результатами проведеного автором емпіричного дослідження, коефіцієнти парної кореляції індексу цін на мінерали, руди та метали з обмінним курсом американського долара до СПЗ і до євро становлять 0,86 та 0,84 відповідно; коефіцієнти кореляції агрегованого індексу цін на всі види сировини з курсом долара до вказаних валют – 0,86 і 0,82 [3].

Таким чином, одним із факторів зниження світових цін на сировину протягом 2011–2015 рр. є зміцнення курсової позиції долара США до основних світових валют. Ревальвація долара мала також істотні вторинні ефекти, зокрема вплив на темпи економічного зростання країн із невисоким рівнем доходів. П. Друк, Н. Магуд і Р. Маріскал довели, що в періоди збільшення вартості долара реальне зростання ВВП у країнах із ринками, що формуються, уповільнюється, а під час її зменшення – відповідно, стає динамічнішим [4]. Така закономірність діє для всіх регіональних груп, а зазначений ефект особливо відчутний у державах, які є нетто-експортерами сировини. Слабший взаємозв'язок темпів економічного зростання та курсової позиції долара спостерігається в Східній Азії, Центральній Америці й Мексиці.

Основним каналом трансмісії при цьому є зміна доходів експортерів під впливом змін обмінного курсу долара США та рівня світових цін на сировинні товари. Так, здешевлення сировини в доларах знижує доларову купівельну спроможність експортерів сировини й доларовий дохід країни. А збідніння економіки негативно відбивається на попиті на внутрішньому ринку та пригнічує економічну активність. Іншими словами, погіршення умов зовнішньої торгівлі означає зниження купівельної спроможності економіки щодо придбання імпорту, що, у свою чергу, спричиняє падіння внутрішнього попиту й обсягів виробництва.

Однак зовнішній шок у вигляді погіршення умов торгівлі збільшує попит на зовнішньому ринку на товари вітчизняного виробництва та в багатьох випадках веде до зростання експорту. На тлі підвищення попиту на товари, вироблені всередині країни, а також ті, що не є об'єктом зовнішньої торгівлі, виникає ефект “переключення витрат”, унаслідок якого торговельний баланс може поліпшитися. Водночас внутрішній попит зменшується через ефект доходу, а реальний ВВП скорочується, незважаючи на поліпшення торговельного балансу.

П. Друк, Н. Магуд і Р. Маріскал на підставі даних за 1970–2014 рр. довели, що ефект доходу зберігає свою дію навіть за умов виникнення ефекту “переключення витрат”, послаблюючи потенційний ефект від девальвації національних валют. Названі автори також показали, що негативні наслідки зміцнення долара США є більш відчутними за гнучкіших режимів обмінних курсів. Гнучкіший режим уможлиблює масштабнішу короткотермінову адаптацію до шоку скорочення доходів. Значна девальвація обмінного курсу спричиняє ефект порівняно помітнішого скорочення доходу, впливаючи

таким чином на внутрішній попит більшою мірою, ніж за наявності жорсткіших механізмів підтримання обмінних курсів.

Починаючи з 2015 р. вагомим фактором впливу на рівень сировинних цін стало уповільнення зростання економіки Китаю та зміна її структури на користь виробництв із високою часткою доданої вартості. Зниження попиту на сировинні товари з боку найбільшого їх споживача в поєднанні з ефектами зміцнення курсової позиції долара США на світових ринках визначало депресивний стан ринків сировинних товарів та посилювало фінансові труднощі країн – експортерів сировини. Разом із тим, як уже зазначалося, у 2016 р. ціни на сировинні товари дещо зросли, що частково послаблюватиме тиск глобальних чинників на такі країни. Отже, є можливість досягнення в цих країнах кращої динаміки, особливо якщо їхні уряди проведуть ефективні структурні реформи та забезпечать вищу диверсифікованість економік.

Підвищення процентних ставок у США наприкінці 2015 р. та погіршення умов зовнішнього фінансування для країн із ринками, що формуються. У грудні 2015 р. уперше після 2008 р. ФРС США підняла базову ставку фінансування на 0,25 %. Учасники ринку очікують, що ФРС вдасться до незначного підвищення ставок і в 2017 р., але робитиме це дуже обережно з огляду на слабкість світової економіки та наслідки виходу Великобританії з ЄС. Монетарне “стиснення” у США спричиняє зменшення (принаймні тимчасово) припливу іноземного капіталу на ринки, що формуються, а також посилює нестабільність таких потоків. Цей феномен відбиває погіршення балансу між ризиками й дохідністю інвестицій на таких ринках, тимчасом як доходи від вкладень капіталу на “зрілих” ринках зростають.

Експерти МВФ на основі щомісячних даних за 2000–2015 рр. кількісно оцінили реакцію внутрішніх процентних ставок у 43 країнах на зміну таких ставок у США. Використовуючи комплекс країнних моделей векторної авторегресії, вони встановили, що шок підвищення процентної ставки ФРС США на 1 % спричиняє зростання внутрішніх ставок у країнах із ринками, що формуються, в середньому на 0,14 %, а в розвинутих країнах – на 0,23 %. При цьому вища гнучкість курсового режиму в державі пов’язується з більшою автономією її монетарної політики, тобто меншою чутливістю внутрішніх процентних ставок до коливань зовнішніх [5].

За висновками цілого ряду експертів, приплив іноземного капіталу на ринки, що формуються, найближчими роками, ймовірно, підлягатиме істотним коливанням, а обсяги чистого припливу капіталу скорочуватимуться. Крім монетарної політики США, на нього негативно впливатиме підвищення волатильності світового фінансового ринку (зменшення “апетиту до ризиків”), що зумовлюватиметься подіями у Великобританії та корекцією на фінансовому ринку Китаю [6]. Січень, лютий і кінець червня 2016 р. відзначалися надзвичайною величиною індексу волатильності VIX: його середньоденні значення становили 19–29 і 17–26 [7] та були порів-

няними з відповідними значеннями під час європейської боргової кризи 2011 р.

Фактором, який пом'якшує вплив більш жорсткої грошово-кредитної політики у США на вартість зовнішнього фінансування для європейських країн із ринками, що формуються, є продовження програми “кількісного пом'якшення” в єврозоні. Зіткнувшись зі зниженням темпів інфляції та перспективою повільного економічного зростання, ЄЦБ оголосив із січня 2015 р. програму “кількісного пом'якшення”, котра передбачає щомісячне викупування фінансових активів (боргових цінних паперів урядів країн єврозони) на суму близько 60 млрд євро. У березні 2016 р. обсяги щомісячного викупу ЄЦБ було збільшено до 80 млрд євро, а до переліку цінних паперів було включено низку корпоративних облігацій (TLTRO-II). Очевидно, що монетарні умови в країнах єврозони й тих, що тісно пов'язані з нею, в результаті реалізації зазначеної програми пом'якшилися, а країни Центральної та Східної Європи скористалися можливістю залучення додаткових обсягів капіталу зі “зрілих” ринків країн ЄС.

Зменшення припливу іноземного капіталу на ринки, що формуються, загалом. Чистий приплив іноземного капіталу на ці ринки істотно уповільнився починаючи з 2010 р. і значно зменшився за обсягами у 2015 р. Так, нетто-надходження іноземного капіталу до перехідних країн Східної, Центральної та Південно-Східної Європи скоротилося з 1,1 % ВВП регіону в 2014 р. до 0,1 % ВВП у 2015 р. [6]. Наразі приплив іноземного капіталу до більшості держав регіону приблизно відповідає середньому рівню для країн із ринками, що формуються. Однак варто враховувати, що впродовж 2000–2007 рр. нетто-надходження іноземного капіталу до європейських країн із ринками, що формуються, двічі перевищували показники інших регіональних груп. У 2016 р. спостерігалось певне позбавлення потоків капіталу на ці ринки, яке пояснювалося чинником “пошуку вищої дохідності” в умовах утримання аномально низького рівня процентних ставок на ринках розвинутих країн. Водночас обсяги прямих іноземних інвестицій (ПІІ) в економіки, залежні від експорту сировини, залишалися надзвичайно малими.

Зменшення чистого припливу іноземного капіталу на ринки, що формуються, стало наслідком як скорочення валового надходження капіталу, так і збільшення відпливу капіталу за основними статтями фінансового рахунку платіжного балансу, включаючи прямі іноземні, портфельні та інші інвестиції (в т. ч. банківські позики). Найбільшого падіння порівняно з піковими значеннями до глобальної фінансової кризи зазнали ПІІ та інші інвестиції. Портфельні інвестиції в боргові цінні папери сягнули рекордної позначки у 2010–2015 рр., після чого пішли на спад. Нарешті, обсяги портфельних пайових інвестицій залишалися протягом 2000–2015 рр. вельми незначними.

За оцінками МВФ скорочення чистого припливу капіталу великою мірою спричинене занепокоєністю інвесторів у зв'язку з погіршенням перспектив економічного зростання країн із ринками, що формуються, порів-

няно з економічно розвинутими державами. Такі інвестори зменшили “апетит до ризиків”. А останнім часом доводиться також враховувати перспективи пожорсткішання фінансових умов у ряді розвинутих країн [8].

Скорочення експорту та припливу капіталу призвело до тиску на обмінні курси національних валют країн із ринками, що формуються. Так, лише за рік, з вересня 2014 р. до вересня 2015 р., російський рубль і українська гривня девальвували на 44 %, білоруський рубль – на 35, молдавський лей – на 26, грузинський ларі й турецька ліра – на 25 %. Національні валюти Таджикистану, Туркменістану, Сербії та Румунії знецінилися на 17–21 % [9]. Після девальвації вартість обслуговування зовнішніх боргів у багатьох країнах із ринками, що формуються, зросла, а це ще більше загострило проблеми міжнародної ліквідності й валютно-фінансової стабільності.

Разом із тим у II півріччі 2016 р. оцінки ризиків фінансування країн із такими ринками дещо поліпшилися – у зв’язку з очікуваннями продовження періоду низьких процентних ставок у розвинутих країнах, незначним підвищенням цін на сировинні товари, а також зменшенням побоювань щодо несприятливих перспектив китайської економіки після проведення дієвих реформ у цій країні. Національні валюти окремих країн Центральної та Східної Європи, які не входять до складу єврозони, зазнали ревальваційного тиску після чергового раунду “кількісного пом’якшення” з боку ЄЦБ, унаслідок переміщення капіталів із країн єврозони, на чиїх ринках встановилися надзвичайно малі процентні ставки.

Загострення геополітичних проблем та їх негативний вплив на схильність інвесторів до прийняття ризиків. Посилення геополітичної непевності довкола подій у Росії й Україні, а також на Близькому Сході зменшуватиме “апетити до ризиків” міжнародних інвесторів. Геополітична напруженість поширюється також на Туреччину та Південно-Східне Середземномор’я, а загрози терористичних дій Ісламської держави зростають у Іраку й у Сирії. Зазначене спричиняє послаблення експортних можливостей і впевненості інвесторів на фінансових ринках. Опосередкованим наслідком геополітичних проблем виступає нинішня міграційна криза в Європі, викликана збільшенням припливу біженців із країн Близького Сходу. Вона може посилити навантаження на державні бюджети європейських країн, порушити торговельні потоки внаслідок підвищення цими країнами безпеки своїх кордонів, а також викликати політичну напруженість і суперечки серед членів ЄС. За висновками багатьох експертів, міграційна криза підриває єдність країн цього інтеграційного утворення та здатна призвести до денонсації Шенгенської угоди. У сусідів ЄС на Близькому Сході й в Україні тривають збройні конфлікти, а Росія стає дедалі агресивнішою на кордонах Євросоюзу, що породжує прямі військово-політичні загрози безпеці останнього.

Вихід Великобританії з ЄС став небезпечним прецедентом для інших його членів, який до того ж негативно позначився на економічному потенціалі інтеграційного утворення. У країн-членів і партнерів ЄС похитнулася

віра в непорушність союзу держав, а політичні популісти й націоналісти отримали додаткові бонуси в політичній боротьбі. Після червневого референдуму у Великобританії з'явилися ознаки погіршення очікувань споживачів і бізнесу, що напевне впливатиме на їхні інвестиційні рішення. Уведення більш жорстких правил для трудових мігрантів у цій країні негативно впливатиме на ринки праці Польщі, Болгарії та Румунії, а також зменшуватиме потік грошових переказів до них. Після "Brexit" є висока ймовірність скорочення масштабів торговельних операцій країн Східної Європи з Великобританією, а також надходження британських прямих інвестицій, від чого найбільше постраждають економіки Угорщини, Чехії, Польщі й Болгарії [10]. Внаслідок зменшення бюджету ЄС після припинення платежів Об'єднаного королівства, мабуть, знизяться обсяги трансфертів Євросоюзу на розвиток інфраструктури, інститутів, реалізацію екологічних і соціальних програм у країнах – нових членах. Таким чином, ризики дезінтеграції Європи істотно зростають.

Накопичення проблем у банківському секторі розвинутих країн та збереження високих ризиків фінансової нестабільності. Запровадження нових стандартів банківського нагляду після глобальної кризи, поширене використання політики нульових і від'ємних процентних ставок центральними банками провідних країн, накопичення "поганих" активів на банківських балансах, а також взяття на озброєння органами ЄС стратегії порятунку банків за рахунок їхніх кредиторів (*bail-in*) – усе це породжує масу проблем і викликів для глобальних банків. Так, серед країн Євросоюзу тільки в Німеччині та Франції частка "поганих" активів у складі загального кредитного портфеля банків становить близько 4 %, у багатьох членах ЄС вона сягає 10 %, а в Італії перевищує 15 % [11].

У червні 2014 р., реагуючи на гострі макроекономічні виклики, ЄЦБ за прикладом Національного банку Данії започаткував політику від'ємних граничних процентних ставок. Із середини 2014 р. до січня 2015 р. цю політику взяли на озброєння центральні банки Швеції та Швейцарії. У результаті монетарного "пом'якшення" на початку 2016 р. від'ємна дохідність дворічних облігацій державної позики спостерігалася у Швеції, Чехії, Німеччині, Нідерландах, Франції, Бельгії, Данії, Австрії та Японії. Такі зрушення мали на меті зниження реальних процентних ставок на фінансовому ринку й активізацію банківського кредитування.

Насправді від'ємні процентні ставки центральних банків генерували такі позитивні фінансово-економічні ефекти:

- 1) перебалансування інвестиційних портфелів, а також зниження премії за кредитний ризик і строкової премії спричинило зменшення вартості корпоративного фінансування, а збільшення ринкових цін на фінансові активи – підвищення кредитоспроможності позичальників і скорочення обсягу недіючих позик у кредитних портфелях банків;

- 2) зниження ставок центрального банку в рамках трансмісійного механізму монетарної політики сприяло зменшенню ставок грошового ринку,

ставок за банківськими кредитами як для корпорацій, так і для домашніх господарств, що стимулювало підвищення споживчого й інвестиційного попиту, а також активізацію економічної діяльності;

3) від'ємні процентні ставки ЄЦБ визначали пом'якшення фінансових умов для позичальників банків та пожвавили кредитний процес, який поки що виразно проявляється лише в секторі домогосподарств [12].

Разом із тим тривале застосування від'ємних процентних ставок за операціями центральних банків в умовах жорсткості депозитних ставок генерує ризики нестабільності фінансового сектору. Наприклад, банки Німеччини, Італії, Португалії та Іспанії у складі своїх пасивів уже почали заміщувати депозити різними позиками й інструментами фінансового ринку, котрі характеризуються значною мінливістю.

Від'ємні значення ключових процентних ставок виконують роль імпульсу для зниження ставок за строковими кредитами банків. Однак процентні ставки за депозитами в банках характеризуються певним ступенем жорсткості та об'єктивно не можуть набувати від'ємних значень (інакше вкладники почнуть масово переводити свої заощадження в готівкову форму). В таких умовах прибутковість банківської діяльності знижується, що з часом створюватиме перешкоди для активізації банківського кредитування та поставить під сумнів досягнення цілей монетарного пом'якшення.

В останні роки в умовах консервації невисокого рівня процентних ставок багатьом глобальним банкам довелося зіткнутися з викликами трансформації своєї діяльності. За оцінками МВФ низька прибутковість банківської діяльності з часом може зменшити банківські резерви та підірвати їхню здатність підтримувати зростання. Понад чверть банків у країнах із розвинутою економікою (активи яких становлять близько 11,7 трлн дол. США) залишаться в ослабленому стані й зіткнуться із серйозними структурними проблемами [13].

За оцінками Дослідницького департаменту ОЕСР, унаслідок слабкого кредитування банками підприємницького сектору на кінець 2015 р. інвестиційна діяльність у 15 країнах ЄС становила лише 87 % від її рівня в І кв. 2008 р. [11]. У табл. 1 наведено дані Євростату щодо динаміки сумарних інвестицій держави, корпорацій і домогосподарств у країнах єврозони та в ЄС-28 протягом 2007–2015 рр. Серед країн Євросоюзу частка інвестицій у ВВП найістотніше зменшилася в Болгарії – на 7,3 в. п., Ірландії – на 7,5, Греції – на 14,5, Іспанії – на 11,3, Кіпрі – на 12,2, Португалії – на 7,2, Словенії – на 9,3, Ісландії – на 10,3 в. п. Водночас країни, уряди яких вважаються надійними позичальниками, зазнали найменшого зниження інвестиційної активності. Зокрема, в Німеччині частка інвестицій у ВВП скоротилася тільки на 0,2 в. п., Франції – на 1,6, Люксембурзі – на 1,1, Австрії – на 0,4, Швейцарії – на 0,6 в. п.

На думку фахівців МВФ, банки розвинутих країн повинні адаптуватися до нових умов, котрі характеризуються низькими процентними ставками й темпами економічного зростання, шляхом оптимізації власних балансів і скорочення накопичених проблемних кредитів. Це передбачає коригування

Таблиця 1. Інвестиції держави, корпорацій і домогосподарств у еврозоні, % ВВП

Країни	2007	2008	2009	2010	2011	2013	2014	2015
ЄС-28	22,5	22,5	20,5	20,1	20,2	19,3	19,4	19,5
Єврозона	23,1	22,9	21,1	20,7	20,8	19,6	19,6	19,7
Бельгія	23,2	24,0	22,6	21,8	22,6	22,6	22,1	23,3
Німеччина	20,1	20,3	19,2	19,4	20,3	20,1	19,7	20,0
Естонія	36,6	31,2	22,7	21,2	26,2	28,6	27,6	24,4
Ірландія	28,7	24,8	21,1	17,6	17,2	19,5	18,2	20,5
Греція	26,0	23,8	20,8	17,6	15,3	12,6	12,2	11,6
Іспанія	31,0	29,2	24,3	23,0	21,5	19,8	18,8	19,1
Франція	36,6	31,2	22,7	21,2	26,2	28,6	27,6	24,4
Італія	21,6	21,2	20,0	19,9	19,7	18,4	17,2	16,6
Кіпр	25,5	27,2	23,4	22,3	18,9	15,1	14,1	11,7
Люксембург	20,1	21,5	19,7	17,6	19,5	20,6	19,5	19,5
Угорщина	23,7	23,3	22,8	20,3	19,8	19,4	20,9	21,8
Мальта	22,4	19,6	18,2	21,4	18,4	18,2	17,1	18,2
Нідерланди	21,8	22,3	21,3	19,7	20,3	18,9	17,9	18,0
Австрія	23,0	23,4	22,5	21,6	22,5	22,7	23,1	22,7
Португалія	22,5	22,8	21,1	20,5	18,4	15,8	14,8	15,0
Словенія	28,8	29,6	24,3	21,3	20,2	19,3	20,0	19,6
Словаччина	26,8	25,5	21,7	22,1	24,0	21,2	20,7	20,4
Фінляндія	24,2	24,4	22,8	21,9	22,2	22,3	21,2	20,6

Складено за даними Євростату. URL: <http://ec.europa.eu/eurostat/web/national-accounts/data/main-tables>.

застарілих бізнес-моделей із метою підтримки рівня рентабельності, а також адаптацію до роботи в нових умовах. У багатьох випадках слабкі банки будуть змушені залишити ринок, а банківські системи – скоротити свої розміри. В зоні євро пріоритетним завданням є зменшення обсягу недіючих позик та нарощування капіталу у вразливих банках [13].

Стосовно перспектив на майбутнє Н. Рубіні дійшов висновку, що світова економіка зазнає відчутного впливу факторів ризику та входить у стадію “анемічного” економічного зростання, що супроводжуватиметься посиленням непевності й здешевленням ризикових активів – цінних паперів, сировинних товарів і кредитних ресурсів [14]. На дію вказаних глобальних факторів накладаються несприятливі процеси та явища, котрі спостерігаються всередині України: відсутність упевненості в інвесторів і споживачів, запровадження жорсткої фіскальної й монетарної політики в ході макроекономічного коригування та реалізації програми реформ, зростання тарифів у енергетичній сфері, банкрутство банків і нестійкість макроекономічного середовища.

Обмінний курс долара США перебуває на стадії зміцнення, при цьому П. Друк, Н. Магуд та Р. Маріскал оцінюють імовірність утримання його ви-

сокого рівня в коротко- й середньостроковій перспективах – понад 80 %. Таке передбачення узгоджується з циклами підвищення курсу долара впродовж 68 років. За таких умов очікуються низькі ціни на сировинні товари. Перелічені чинники в сукупності сприяють реалізації сценарію послаблення внутрішнього попиту та повільного зростання ВВП у країнах із ринками, що формуються.

Крім цього, в контексті очікуваного в середньостроковій перспективі зростання процентних ставок у розвинутих країнах унаслідок згортання надзвичайно м'якої монетарної політики приплив іноземного капіталу на ринки, що формуються, залишатиметься, в кращому разі, скромним, а ціни на сировинні товари перебуватимуть на низькому рівні (з можливістю їх незначного підвищення). Таким чином, у найближчих 2–3 роки зовнішнє оточення для вітчизняної економіки буде здебільшого несприятливим.

З огляду на високу відкритість економіки й фінансової системи України, структуру експорту та хронічний дефіцит платіжного балансу, слабкість фінансового сектору й перманенту втечу капіталу, *найочевиднішими факторами впливу глобальних фінансів на вітчизняну економіку є:*

- значення обмінного курсу долара США до світових валют і рівень світових цін на сировинні товари;
- стан глобальної ліквідності (рівень процентних ставок провідних центробанків) та глобальний “апетит до ризиків”;
- рівень спредів для країн із ринками, що формуються, й траєкторія обмінних курсів у країнах, які є торговельними партнерами України;
- стан банківського сектору та рівень макрофінансових ризиків у державах ЄС.

Трансмсія зовнішніх фінансових шоків у вітчизняну фінансову систему зазвичай відбувається через такі канали: макроекономічний, торговельний, валютний, банківський і фондового ринку. За результатами дослідження ЄБРР 2012 р., серед перехідних країн Східної, Південно-Східної Європи, Центральної Азії та Північної Африки Україна є найбільш вразливою до коливань бізнес-циклу у еврозоні. Причому її економіка виявилася надзвичайно чутливою до впливу різноманітних зовнішніх шоків, котрі зароджувалися як на сході, так і на заході від її кордонів [15].

Економічними факторами (рушійними силами) поширення кризових імпульсів у вітчизняній економіці є: рецесія в країнах – торговельних партнерах, зниження світових цін на товари українського експорту, девальвація національних валют торговельних партнерів, погіршення фінансового стану транснаціональних банків і пожорсткішання правил пруденційного регулювання в державах базування материнських банків, звуження глобальної ліквідності в умовах зміни монетарної політики провідних центробанків, зростання індексу волатильності VIX та фінансових спредів для країн із ринками, що формуються.

У рамках проведеного нами емпіричного дослідження було оцінено еластичність експортної виручки України до зміни світових цін на сировинні

товари (агрегованого індексу ЮНКТАД). Встановлено, що зменшення світових цін на сировинні товари на 7 % у 2014 р. і на 18,5 % у 2015 р. призвело до скорочення експорту товарів із нашої держави на 4,8–5,5 та на 11,6–12,2 млрд дол. США відповідно. Крім того, внаслідок підвищення індексу волатильності глобального ринку VIX на 1 % серед “EMBIG – Україна” збільшився на 38 б. п. [1].

Виявлення основних тенденцій розвитку глобальних фінансів і “сфер проникнення” глобальних явищ у національну валютно-фінансову систему дає змогу окреслити поточні виклики й можливі напрями трансформації економіки України найближчим часом під впливом глобальних зрушень. Це:

- Утримання загалом низького рівня цін на сировинні товари (з можливими короткостроковими коливаннями як угору, так і вниз), що негативно впливатиме на обсяги експортної виручки, породжуватиме труднощі з платіжним балансом, визначатиме збереження заниженого обмінного курсу гривні на тривалому часовому проміжку та зумовлюватиме потребу в радикальному підвищенні національної конкурентоспроможності й активізації політики стимулювання експорту.

- В перспективі поступове збільшення процентних ставок у розвинутих країнах та зменшення пропозиції позикових коштів для країн із ринками, що формуються. В таких умовах не варто очікувати швидкого відновлення припливу іноземного капіталу з приватних джерел до вітчизняної економіки, особливо після реструктуризації зовнішнього державного боргу в 2015 р. З огляду на це продовженню співробітництва України з міжнародними фінансовими організаціями в середньостроковому періоді немає альтернативи.

- Уповільнення темпів зростання й перебалансування економіки Китаю консервуватиме світовий попит на сировину, визначатиме утримання цін на сировинні товари на низькому рівні та перешкоджатиме вартісному зростанню українського експорту (на глобальних ринках металопродукції частка КНР як імпортера перевищує 50 %). Водночас переорієнтація Китаю на інтернаціоналізацію національного бізнесу й активне інвестування зарубіжних економік створює можливості для України стати реципієнтом таких коштів та долучитися до міжнародних інфраструктурних проєктів, ініційованих КНР.

- Ризики продовження збройного конфлікту на Сході України, збереження напруженості на Близькому Сході й міграційної кризи в ЄС погіршуватимуть очікування інвесторів та створюватимуть перешкоди для активізації зовнішньої торгівлі у світовому масштабі. Тому Україна знову ж таки має розвивати відносини з офіційними кредиторами/донорами з метою залучення зовнішнього офіційного фінансування, а також шукати альтернативні можливості для експорту на ринки динамічно зростаючих країн Південно-Східної Азії й Латинської Америки, навіть в умовах дії угоди про асоціацію з ЄС.

Таким чином, зовнішні ризики для вітчизняної економіки пов'язані з глобальними зрушеннями, її торговельною й фінансовою відкритістю. До того ж після глибокого економічного спаду та фінансової дестабілізації в Україні у 2014–2015 рр. усе ще високими залишаються *специфічні країни*, або внутрішні ризики. На сьогодні найактуальнішими з них є політичні, фіскальні ризики й пов'язані з порушенням боргової стійкості, ризики платіжного балансу та валютної кризи, кредитні й пов'язані зі стабільністю банківської системи.

Фіскальні ризики та пов'язані з порушенням боргової стійкості. Хоча показники дефіциту загального уряду в 2015–2016 рр. свідчать про пом'якшення фіскальних ризиків в Україні, розмір державного боргу та його структура засвідчують високу ймовірність боргової кризи в середньостроковій перспективі. Навіть в умовах безпрецедентної за масштабами фіскальної консолідації боргове навантаження на економіку й державні фінанси України постійно зростає. Абсолютна сума державного та гарантованого державою боргу збільшилася з 584,8 млрд грн на кінець 2013 р. до 1709 млрд грн на 1 вересня 2016 р. Якщо на кінець 2013 р. державний і гарантований державою борг становив 40,2 % ВВП, то на кінець 2015 р. – уже 79,4 % ВВП. Водночас за даними МВФ середній рівень боргу загального уряду для країн із ринками, що формуються, та середнім рівнем доходів становив 45,4 % ВВП [16].

Великий розмір державного боргу є небезпечним для економіки з огляду на:

- 1) загострення ризиків рефінансування боргу (під дією внутрішніх і зовнішніх факторів уряд може втратити доступ до нових позик і опинитися в стані дефолту);
- 2) втрату урядом можливостей для проведення антициклічної фіскальної політики, що в кризових умовах поглиблює економічний спад;
- 3) підвищення вразливості економіки до впливу зовнішніх шоків – процентних ставок, цін на експортовані товари тощо;
- 4) уповільнення темпів економічного зростання внаслідок відомого ефекту “боргового навісу”.

Незважаючи на критичне загострення боргових проблем України, програмою МВФ закладається подальше зростання державного й гарантованого державою боргу до 90,2 % ВВП на кінець 2016 р. і 91,7 % ВВП на кінець 2017 р. (табл. 2). Проте починаючи з 2018 р., згідно з прогнозом МВФ, сума щорічного скорочення державного боргу України становитиме 5,8–6,6 % ВВП, при цьому первинний баланс бюджету залишатиметься на сталому рівні 1,6–1,7 % ВВП упродовж 2018–2021 рр. [17].

Такий сценарій, на наш погляд, є малореалістичним, та й самі експерти МВФ за допомогою інструментарію “гарячої карти” (*heat map*) вказують на критично високий рівень ризиків за 14-а з-поміж 15 варіацій показників рівня державного боргу, боргового профілю та валових потреб у фінансуванні, можливих у разі реалізації різних шоків [17]. Таким чином, отримані

Таблиця 2. **Боргові показники України у 2016–2021 рр. за прогнозом МВФ, % ВВП**

Боргові показники	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Державний і гарантований державою борг (станом на кінець року)	90,2	91,7	85,8	79,4	72,8	67,0
Річна зміна державного й гарантованого державою боргу	10,1	1,5	-5,8	-6,4	-6,6	-5,8
Первинний баланс бюджету	0,9	1,2	1,7	1,6	1,7	1,7

Складено за даними Міжнародного валютного фонду.

МВФ кількісні показники й результати їх візуалізації свідчать скоріше про нестійкість державного боргу України, особливо з огляду на те, що прогнозований рівень державного боргу України навіть за оптимістичним сценарієм (67,0–91,7 % ВВП) ніяк не може вважатися стійким. За результатами численних емпіричних досліджень для країн із низьким і середнім рівнем доходів економічно прийнятний рівень державного боргу не перевищує 40 % ВВП, а 60 % ВВП вважається критичним. Самі ж фахівці МВФ показали, що в групі країн із ринками, які формуються, 55 % дефолтів відбувалися там, де розмір боргу становив до 60 % ВВП, а середнє значення державного боргу напередодні дефолту дорівнювало 50 % ВВП [18]. Фахівці ОЕСР довели, що граничний рівень державного боргу для країн із ринками, які формуються, становить 30–50 % ВВП, для єврозони – 50–70, а для інших розвинутих країн – 70–90 % ВВП [19].

Автором здійснено декомпозицію загального приросту відносної величини державного боргу у 2014–2015 рр. за внеском зниження реального ВВП, девальвації обмінного курсу гривні, ефективної процентної ставки за державним боргом, первинного балансу бюджету та прийняття урядом умовних зобов'язань. Розрахунки проводилися на основі рівнянь боргової динаміки з використанням фактичних даних Міністерства фінансів, Національного банку й Державної служби статистики України. Виявилось, що найвагомим фактором стрімкого приросту відносної величини боргу є девальвація гривні: на неї припадає 68,4 і 189,1 % загального збільшення боргу в 2014 та 2015 рр. Поряд із цим 25,2 і 37,6 % зростання обсягу державного боргу пояснюється прийняттям урядом умовних зобов'язань. Ефект зниження реального ВВП для відносних показників боргу теж виявився доволі значущим: 54,5 % загального приросту боргу у 2015 р. (7,4 % у 2014 р.) припадало на фактор скорочення реального ВВП. Внесок первинного балансу бюджету в збільшення величини державного боргу коливався від +7,7 % у 2014 р. до -27,7 % у 2015 р. (рис. 2).

Проблемним аспектом боргової ситуації є те, що гігантські суми приросту державних зобов'язань спрямовуються не на покриття бюджетного дефіциту, а на придбання Урядом фінансових активів. Так, у 2015 р. Уряд емітував ОВДП для рекапіталізації НАК “Нафтогаз України” на суму 29,7 млрд грн, для підтримки Фонду гарантування вкладів фізичних осіб –

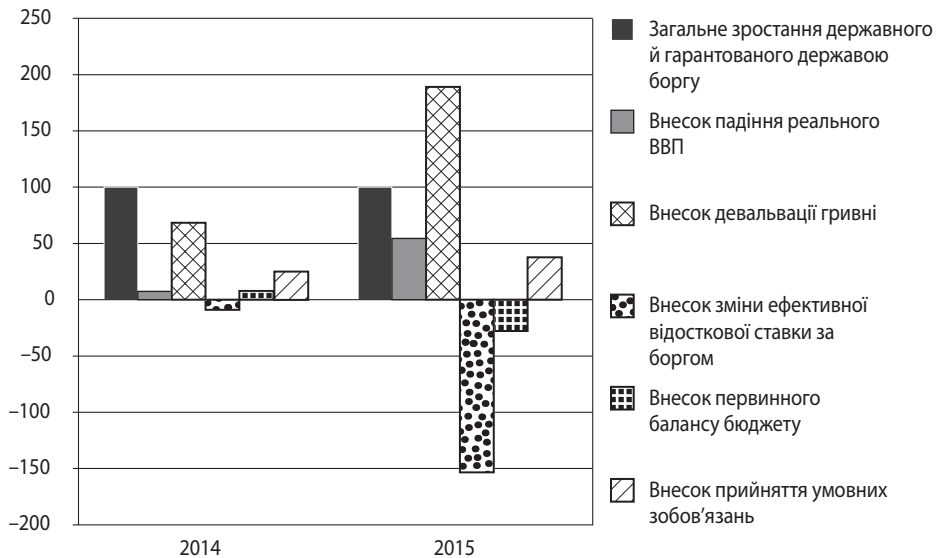


Рис. 2. Макроекономічні та фіскальні компоненти збільшення державного боргу у 2014–2015 рр., % загального приросту боргу

Розраховано за формулами рівнянь боргової динаміки.

41,5 млрд грн і рекапіталізації банків – 4 млрд грн. У табл. 3 наведено дані щодо фактичних і прогнозованих фінансових вливань держави (*bail-out transactions*) у абсолютних сумах та у відсотках до ВВП у період 2013–2016 рр. На 2016 р. новою програмою МВФ знову закладається безпрецедентна сума випуску ОВДП – 166 млрд грн, або 7,3 % ВВП, із метою рекапіталізації банків і підтримки Фонду гарантування вкладів фізичних осіб. При цьому протягом 2014–2015 рр. суми придбання Урядом фінансових активів у 2–5,4 раза перевищували розмір дефіциту зведеного бюджету України¹.

Тобто в умовах, коли мільйони громадян України фактично доведені до зубожіння внаслідок реального знецінення заробітних плат і соціальних до-

Таблиця 3. Фінансові вливання держави в капітали банків і державних підприємств (установ) шляхом випуску ОВДП

Випуск ОВДП на рекапіталізацію	2013	2014	2015	2016 (план)
млрд грн	14,7	123,3	75,0	166,0
% ВВП	1,0	7,8	3,8	7,3

Складено за даними Національного банку України, Державної казначейської служби України та Державної служби статистики України.

¹ Суми бюджетного дефіциту не враховують погашення кредитів Укравтодору, які за міжнародним стандартом GFSM-2014 мають відображатися в розділі фінансування бюджетного дефіциту.

помог, кардинального скорочення витрат на освіту й охорону здоров'я, великі державні компанії та банки щедро субсидуються державою без належного контролю. Такі операції мають непрозорий характер, проводяться без затвердження законодавчим органом влади в рамках загального бюджету й, імовірно, підживляють корупційні схеми. Також їм бракує механізмів підзвітності та контролю. Крім того, масштаби подібних операцій підривають платоспроможність держави в середньостроковій перспективі.

На нашу думку, для мінімізації фіскальних ризиків необхідно відмовитися від практики великих фінансових вливань у капітал банків і державних компаній за рахунок нарощування державного боргу. В Бюджетний кодекс України варто включити положення про заборону здійснення державних запозичень із подальшим придбанням у державну власність акцій додаткової емісії банків, випуску ОВДП у обмін на векселі Фонду гарантування вкладів фізичних осіб, акції додаткової емісії банків, господарських товариств енергетичного комплексу тощо. В ширшому контексті слід заборонити Уряду приймати боргові зобов'язання, не пов'язані з надходженням позикових коштів до бюджету. Поряд із цим, як засвідчили результати проведеного аналізу, завдання відновлення боргової стійкості в Україні не від'ємні від нормалізації валютно-курсової ситуації в країні.

Ризики платіжного балансу та валютної нестабільності. Девальвація номінального курсу гривні, що триває, утримання дефіциту поточного рахунку платіжного балансу, розмір валового зовнішнього боргу країни та брак міжнародних резервів свідчать про досі високі валютні ризики або ризики платіжного балансу в Україні. За прогнозами НБУ, дефіцит поточного рахунку платіжного балансу збільшиться з 0,2 млрд дол. США у 2015 р. до 2,3 млрд дол. у 2016 р. та 2,9 млрд дол. у 2017 р. Міжнародні резерви України на кінець жовтня 2016 р. становили 15,5 млрд дол., що ледве перевищує половину мінімально необхідного розміру резервів за новою метрикою МВФ. Валовий зовнішній борг нашої держави на кінець I півріччя 2016 р. перевищив 240 % експорту за мінімально допустимого значення 200 %.

Різкий перехід до плаваючого валютного курсу в 2014 р. без належних макроекономічних передумов та за відсутності довіри населення до національної грошової системи дав поштовх до розкручування інфляційно-девальваційної спіралі й виникнення кризи банківської системи (що мала значні обсяги валютних кредитів і депозитів). В умовах хронічного дефіциту платіжного балансу, недовіри суспільства до центрального банку й національної валюти, а також домінування негативних валютно-курсових очікувань досить важко сподіватися на радикальне зменшення попиту на іноземну валюту та стабілізацію обмінного курсу гривні.

Внаслідок валютної нестабільності впродовж останніх років і підвищення доларизації економіки триває падіння попиту на національну валюту: з березня 2015 р. спостерігається зменшення абсолютної величини грошового агрегату М3, а рівень монетизації економіки (відношення М3 до річного ВВП) знизився з 64 % у серпні 2014 р. до 46,6 % у вересні 2016 р. На тлі демо-

нетизації економіки загострюється проблема дефіциту оборотних коштів у виробничій сфері, доступу банківських кредитів для підприємств, накопичується дебіторсько-кредиторська заборгованість підприємств.

Стабілізація валютного курсу гривні передбачає як комплекс економічних заходів для оздоровлення платіжного балансу України, так і модифікацію монетарного режиму в державі та відновлення довіри суспільства до центрального банку. Вчені ДУ “Інститут економіки і прогнозування НАН України” обґрунтували доцільність застосування в нашій державі режиму гнучкого інфляційного таргетування, котрий передбачає використання двох операційних цілей – інфляції та валютного курсу, а також двох ключових монетарних інструментів НБУ – валютних інтервенцій і процентної ставки. Перехід до такого монетарного режиму означає застосування в Україні керованого плаваючого валютного курсу, а також поступове пом’якшення валютних обмежень для населення й корпоративного сектору як один із елементів відновлення довіри до національної валюти та грошової влади.

Ризики стабільності банківської системи. Основною рушійною силою банківської кризи в Україні стало зниження довіри до банків і вилучення чималої частини депозитів. За даними НБУ строкові депозити в банках (у національній та іноземній валютах) за 2014 р. – 8 місяців 2016 р. у гривневому еквіваленті зменшилися на 40,1 млрд грн, а в іноземній валюті – на 15,5 млрд дол. Цікаво, що домогосподарства скоротили валютні депозити в банках за вказаний період на 14,4 млрд дол., а за обсягом майже втричі – з 23 млрд до 8,6 млрд дол.

З початку 2014 р. понад 80 банків були позбавлені ліцензії на здійснення банківської діяльності; на них припадало близько 25 % активів відповідної системи. Ці банки порушували чинні нормативи ліквідності, платоспроможності та характеризувалися високою часткою кредитування пов’язаних осіб. Банки, які залишилися на ринку, постали перед необхідністю реструктуризації й нарощування власного капіталу.

Однією з найгостріших проблем банківської діяльності в Україні залишається високий відсоток недіючих позик. За результатами діагностичного обстеження НБУ частка кредитів четвертої (ймовірність дефолту – 51–99 %) та п’ятої (дефолт) категорій у кредитних портфелях 20 найбільших банків держави становила 53 %. Серед нових членів ЄС частка “поганих” активів у середині 2015 р. в Угорщині дорівнювала 11,7 %, Хорватії – 16,3, Румунії – 12,3, Болгарії – 16,8 % [20]. За даними МВФ недіючі позики в Україні становили у 2014 р. 32 %, у 2015 р. – 46,4, а на кінець I півріччя 2016 р. – 48,2 % [17].

Значний запас накопичених “поганих” активів не лише призводить до декапіталізації банків і погіршує їхню фінансову стійкість, а й виступає вагомим фактором впливу на кредитний процес. За наявності чималого обсягу недіючих позик ресурси банку (фінансові, операційні, адміністративні) великою мірою поглинаються минулими неякісними активами, а потенціал щодо пошуку й підтримки нових інноваційних проектів істотно звужується. Міжнародний досвід показав, що не варто сподіватися на активізацію

банківського кредитування економіки (збільшення розміру банківських позик і зменшення їхньої вартості) без розв'язання проблеми недіючих позик. Фахівці також визнають, що затягування процесу “очищення” банків від “поганих” позик перешкоджає ефективній дії трансмісійного механізму монетарної політики та може спровокувати загострення проблеми морального ризику серед позичальників банків, а отже, вторинні ефекти й чергове нарощування обсягу недіючих позик [21].

Міжнародною практикою напрацьовано такі основні види заходів для врегулювання проблемних позик:

- 1) надання позичальнику пільгового періоду щодо сплати (обслуговування) боргу перед банком;
- 2) позасудове врегулювання (угода між банком і позичальником) стосовно схеми погашення накопиченого боргу;
- 3) реструктуризація боргу перед банком за рішенням суду;
- 4) часткова або повна реалізація банком застави за позикою;
- 5) списання банком безнадійного боргу.

Якщо банк не має внутрішніх ресурсів або можливостей для врегулювання проблемних позик за наведеними сценаріями, він може прийняти рішення про передання (трансфер) проблемних активів третій стороні. Уряди деяких країн із метою адміністрування проблемних активів за участю держави створювали національні компанії з управління активами, чия діяльність спиралася на наявність сильних інститутів, містких ринків для реалізації наявних активів і ефективно попередження шахрайських дій.

Програмою співробітництва з МВФ Кабінет Міністрів і Національний банк України зобов'язалися вживати таких заходів для пом'якшення проблеми недіючих позик:

– удосконалення законодавчої бази для реструктуризації приватних боргів; при цьому нове законодавство має охоплювати питання примусового стягнення кредитів, режиму корпоративного банкрутства та оподаткування пов'язаних із ними операцій;

– прийняття та впровадження позасудової схеми реструктуризації корпоративних боргів відповідно до міжнародних стандартів;

– заохочення добровільної реструктуризації валютних іпотечних кредитів із застосуванням адекватних захисних заходів як для банків, так і для позичальників, за одночасного скасування мораторію на примусову реалізацію застави.

Загалом для відновлення життєздатності вітчизняної банківської системи необхідна реалізація системних реформ за такими ключовими напрямками:

- 1) зменшення частки кредитування пов'язаних із банками осіб та посилення моніторингу фінансових установ;
- 2) поліпшення якості банківського нагляду й мікропруденційного регулювання;
- 3) запровадження стратегій реструктуризації банків та нарощування ними власного капіталу;

4) підвищення ефективності нагляду за Фондом гарантування вкладів і державними банками;

5) оптимізація інституційного середовища й прийняття відповідного законодавства для подолання проблеми недіючих позик.

У процесі врегулювання питання недіючих позик основним завданням є з'ясування реального фінансового стану проблемних позичальників банків та віднесення їх до групи життєздатних чи нежиттєздатних. При цьому постає нагальна потреба в розробленні й упровадженні дієвих процедур банкрутства/ліквідації нежиттєздатних підприємств та вдосконаленні процедур і правил реструктуризації проблемних позик життєздатних підприємств.

Серед потенційно наявних засобів розв'язання проблеми недіючих позик, напрацьованих міжнародною практикою, заслуговує на увагу варіант клірингової палати, яка акумулює дані й документацію щодо активів проблемних позичальників, виставлених банками на продаж. Сама клірингова палата виконує координаційну роль, а також важливу інформаційну функцію, знижуючи транзакційні витрати інвесторів і затрати на due diligence об'єкта інвестування. Інституційна форма та види діяльності такої палати дають змогу досягти окремих переваг, властивих компаніям з управління активами, при цьому витрати державних коштів на її заснування й підтримання операційної діяльності є мінімальними.

Список використаних джерел

1. Вплив глобальних фінансів на валютно-фінансову систему України: монографія / за ред. Т. П. Богдан; НАН України, Ін-т економіки та прогнозування. Київ, 2017. 372 с.
2. World Economic Outlook. October 2016 / International Monetary Fund. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/02/pdf/text.pdf>.
3. Богдан Т. П. Емпіричне дослідження детермінант світових цін на сировинні товари, ролі курсової позиції долара та впливу валютно-цінових глобальних чинників на економіку України. *Економіст*. 2015. № 12. С. 19–24.
4. Collateral Damage: Dollar Strength and Emerging Markets' Growth / prepared by P. Druck, N. E. Magud, R. Mariscal. *IMF Working Paper*. 2015. July.
5. U. S. Monetary Policy Normalization and Global Interest Rates / prepared by C. Caceres, Y. Carrière-Swallow, I. Demir and B. Gruss. *IMF Working Paper*. 2016. Sept.
6. European Bank for Reconstruction and Development. Transition Report 2016-2017. URL: 2016.tr-ebrd.com.
7. VIX Options and Futures Historical Data. URL: <http://www.cboe.com/micro/vix/historical.aspx>.
8. World Economic Outlook. 2016. April. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/pdf/text.pdf>.
9. European Bank for Reconstruction and Development. Transition Report 2015-2016. URL: 2015.tr-ebrd.com.
10. Austrian National Bank (OeNB). Outlook for selected CESEE countries. URL: <https://www.oenb.at/en/Monetary-Policy/Central—Eastern-and-Southeastern-Europe-CESEE-/CESEE-Outlook.html>.
11. Kastrop S. Macroeconomic Policies in Europe: Quo Vadis?: Lecture at Joint Vienna Institute. February 12th, 2016.

12. Negative Interest Rate Policy (NIRP): Implications for Monetary Transmission and Bank Profitability in the Euro Area / prepared by A. Jobst, H. Lin. *IMF Working Paper*. 2016. Aug.
13. International Monetary Fund. Global Financial Stability Report. October 2016. URL: <http://www.imf.org/external/index.htm>.
14. Roubini N. 2008 Revisited? *Project Syndicate*. 2016. March 2.
15. European Bank for Reconstruction and Development. Transition Report 2012. P. 38–42. URL: <http://www.ebrd.com/downloads/research/transition/tr12.pdf>.
16. Fiscal Monitor. April 2016. P. 89. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2016/01/fmindex.htm>.
17. Ukraine: Second Review under the Extended Fund Facility and Requests for Waivers of Non-Observance of Performance Criteria, Rephasing of Access and Financing Assurances Review-Press Release. *IMF Country Report*. 2016. No. 16/319.
18. Public Debt in Emerging Markets: Is It Too High? URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2003/02/pdf/chapter3.pdf>.
19. Fall F., Fournier J. Macroeconomic uncertainties, prudent debt targets and fiscal rules. *OECD Economic Department Working Paper*. 2015. July.
20. International Monetary Fund. Global Financial Stability Report. October 2015. URL: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2015/02/index.htm>.
21. Bauze K. Practical obstacles to NPL resolution in CESEE: Lecture at Joint Vienna Institute. October 11th, 2016.

References

1. Bohdan, T. P. (Ed.). (2017). *Vplyv hlobal'ny'kh finansiv na valyutno-fiansovu sy'stemu Ukrainy* [The impact of global finance on monetary and financial system of Ukraine]. Ky' yiv: Insty'tut ekonomiky' ta prohnozuvannya [in Ukrainian].
2. International Monetary Fund. (2016, October). *World Economic Outlook*. Retrieved from <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/02/pdf/text.pdf>.
3. Bohdan, T. P. (2015). Empiry'chne doslidzhennya determinant svitovy'kh cin na sy'rovynni tovary', roli kursovoyi pozyciyi dolara ta vplyvu valyutno-cinovy'kh hlobal'ny'kh chy'nny'kiv na ekonomiku Ukrainy' [Empirical study of the determinants of raw materials global prices, the role of dollar's exchange rate and the influence of exchange and monetary global factors upon Ukrainian economy]. *Ekonomist* [Economist], 12, 19–24 [in Ukrainian].
4. Druck, P., Magud, N. E., & Mariscal, R. (2015, July). Collateral Damage: Dollar Strength and Emerging Markets' Growth. *IMF Working Paper*.
5. Caceres, C., Carrière-Swallow, Y., Demir, I., & Gruss, B. (2016, September). U. S. Monetary Policy Normalization and Global Interest Rates. *IMF Working Paper*.
6. European Bank for Reconstruction and Development. (n. d.). Transition Report 2016-2017. Retrieved from 2016.tr-ebrd.com.
7. CBOE. (n. d.). VIX Options and Futures Historical Data. Retrieved from <http://www.cboe.com/micro/vix/historical.aspx>.
8. International Monetary Fund. (2016, April). *World Economic Outlook*. Retrieved from <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/pdf/text.pdf>.
9. European Bank for Reconstruction and Development. (n. d.). Transition Report 2015-2016. Retrieved from 2015.tr-ebrd.com.
10. Austrian National Bank (OeNB). (n. d.). *Outlook for selected CESEE countries*. Retrieved from <https://www.oenb.at/en/Monetary-Policy/Central—Eastern-and-Southeastern-Europe-CESEE-/CESEE-Outlook.html>.
11. Kastrop, S. (2016, February 12). *Macroeconomic Policies in Europe: Quo Vadis?* Joint Vienna Institute.
12. Jobst, A., Lin, H. (2016, August). Negative Interest Rate Policy (NIRP): Implications for Monetary Transmission and Bank Profitability in the Euro Area. *IMF Working Paper*.

13. International Monetary Fund. (2016, October). *Global Financial Stability Report*. Retrieved from <http://www.imf.org/external/index.htm>.
14. Roubini, N. (2016, March 2). 2008 Revisited? *Project Syndicate*.
15. European Bank for Reconstruction and Development. (2012). *Transition Report 2012* (pp. 38–42). Retrieved from <http://www.ebrd.com/downloads/research/transition/tr12.pdf>.
16. International Monetary Fund. (2016, April). *Fiscal Monitor* (p. 89). Retrieved from <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2016/01/fmindex.htm>.
17. Ukraine: Second Review under the Extended Fund Facility and Requests for Waivers of Non-Observance of Performance Criteria, Rephasing of Access and Financing Assurances Review-Press Release. (2016). *IMF Country Report*, No. 16/319.
18. International Monetary Fund. (n. d.). *Public Debt in Emerging Markets: Is It Too High?* Retrieved from <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2003/02/pdf/chapter3.pdf>.
19. Fall, F., Fournier, J. (2015, July). Macroeconomic uncertainties, prudent debt targets and fiscal rules. *OECD Economic Department Working Paper*.
20. International Monetary Fund. (2015, October). *Global Financial Stability Report*. Retrieved from <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2015/02/index.htm>.
21. Bauze, K. (2016, October 11). *Practical obstacles to NPL resolution in CESEE*. Joint Vienna Institute.