

МАКРОЭКОНОМИКА

УДК 330.368:336

Светлана Шумская

ВЗАИМОСВЯЗЬ ДИСБАЛАНСОВ В ФИНАНСОВОЙ СФЕРЕ УКРАИНЫ

Представлены количественные оценки дисбалансов в финансовой сфере и показана их взаимосвязь между собой и экономической политикой правительства, определяемая выбором модели социально-экономического развития страны: дисбаланс в обращении наличных денег (поскольку, кроме украинской гривны в параллельном денежном обороте находится значительная сумма наличной валюты иностранных государств); дисбаланс внешнеторговых связей, о наличии которого свидетельствует отрицательное сальдо счета текущих операций платежного баланса Украины и валовой внешний долг; дисбаланс между внутренними и внешними ресурсами экономического развития; "разрывы" между сбережениями и инвестициями национальной экономики. Названы выделяемые экспертами Мирового экономического форума ключевые глобальные тенденции 2015 года и глобальные риски, определяющие движущие силы и ограничения развития мировой экономики, которые также будут иметь влияние на экономику Украины, формируя новые вызовы и угрозы.

Ключевые слова: дисбаланс, международная инвестиционная позиция, платежный баланс, внешний долг, сбережения, инвестиции национальной экономики, иностранная валюта в обращении.

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

Сокращение более чем на треть мировых дисбалансов с 2006 по 2014 год и ожидание, что после кризисного восстановления их уменьшение будет иметь долгосрочный характер, дало основания для улучшения экспертных оценок перспектив развития мировой экономики на ближайшую перспективу. Однако, в отличие от мировой тенденции к снижению концентрации дисбалансов, в Украине ключевые из них, к сожалению, только усугубляются. В отличие от значительного большинства стран, где в результате упорной "работы над ошибками" в направлении уменьшения уязвимости произошло сокращение дисбалансов и идут дискуссии на тему, наступил ли переломный момент для глобальных дисбалансов (WEO, 2014; Josй Vicals, 2014; Федоров, 2013), в Украине ряд проблем остаются нерешенными, системные риски не уменьшились.

Предварительные итоги экономического развития Украины за 2014 год вынуждают выделить причины, по которым экономика не достигла запланированных ориентиров. Среди нерешённых проблем и факторов, лежащих в экономической плоскости, прежде всего следует назвать те, что являются результатом действия ряда дисбалансов, тенденции к накоплению которых не были прерваны в прошлом году. Их идентификация важна с точки зрения оценки угроз и барьеров экономического роста 2015 года, корректировки планов на средне- и долгосрочную перспективу. Такой подход общепринятый во многих странах, побуждает к актив-

Шумская Светлана Степановна (s_shumska@mail.ru), канд. экон. наук, старш. научн. сотруд.; ведущий научный сотрудник ГУ "Институт экономики и прогнозирования НАН Украины".

ным научным исследованиям как в теоретической, так и практической сферах (Minsky, 1986; Aghion, Bacchetta, Wacziarg, 2004; Щетилова, 2012; Бородушко 2011; Бажан (ред.) 2013; Савченко, 2010; Шевченко, 2012; Радионова 2013; Шумская, 2014).

Среди пропорций, важных с точки зрения экономического развития любой страны, следует выделить соотношение между инвестициями и сбережениями, которые согласно экономической теории для поддержания равновесия должны быть равны друг другу. Однако в реальной жизни они практически никогда не совпадают: при превышении национальных сбережений над инвестициями избыток капиталов (как правило, на современном этапе в результате активизации глобализационных процессов) "работает" на другие государства; при недостатке национальных сбережений – необходимые для развития экономики потребности финансируются за счет иностранных ресурсов.

Анализ динамики инвестиций и сбережений на национальном уровне, изображенной на рис. 1 (как процент от ВВП по данным МВФ), показывает, что на протяжении временного промежутка 1992–2014 годов следует рассматривать три периода, где дисбалансы ("разрывы", разница между сбережениями и инвестициями) имеют разные знаки, а следовательно, были соответственно разными и последствия экономической политики, реализуемой в Украине (прогнозные оценки на 2015–2019 годы выделены на графике пунктиром).

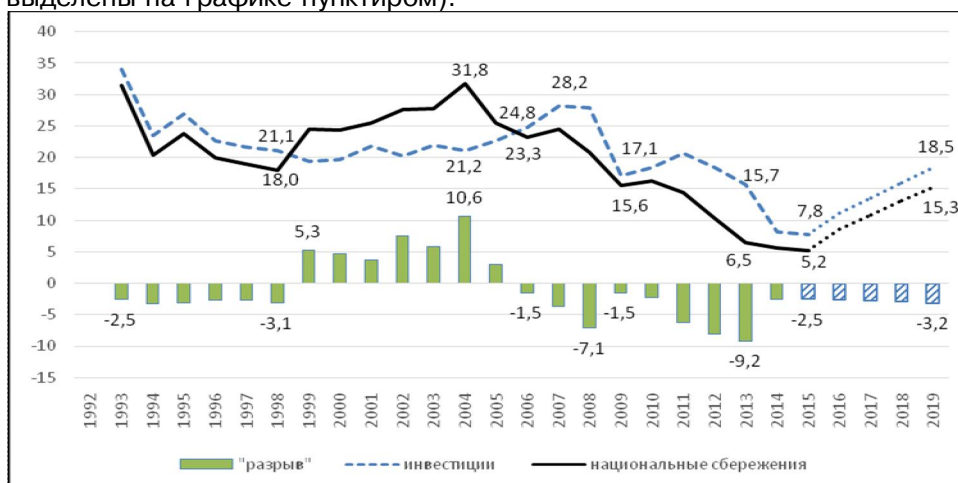


Рисунок 1. Дисбаланс между инвестициями и сбережениями на национальном уровне, % от ВВП

Источник: построено по данным МВФ.

Таблица 1

Основные показатели экономического развития Украины в 1996–2014 гг.

Год	Реальный прирост ВВП, % к соответств. периоду предыдущего года	Сальдо доходов и расходов Сводного бюджета Украины, % к ВВП	Государственный и гарантированный государством внешний долг, % к 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

Год	Реальный прирост ВВП, % к соответств. периоду предыдущего года	Сальдо доходов и рас- ходов Сводного бюдже- та Украины, % к ВВП	Государственный и гаранти- рованный государством внешний долг, % к ВВП
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	-4,4	40,2
2014	-6,8	-4,6	39,1

Источник: данные Госстата и НБУ.

В 1992–1998 и 2006–2014 годах отрицательный знак показателя дисбаланса между сбережениями и инвестициями свидетельствует о недостатке национальных финансовых ресурсов для поддержания темпов экономического роста в Украине. Так, в частности, при дефиците Сводного бюджета в 1996–1998 годах, соответственно, в -4,9 -6,6 -2,2% от ВВП, снижение реального ВВП составило -10, -3, -1,9% к предыдущему году (табл. 1). Динамика сбережений и инвестиций была убывающей и однонаправленной, а разница между ними практически неизменной на протяжении периода – в среднем 3% ВВП. В этот период Украина привлекала финансовые ресурсы на внешних рынках, что привело к росту внешнего государственного и гарантированного государством долга (48% к ВВП в 1999 году).

В 1999–2005 годах дисбаланс имеет положительный знак – национальных финансовых ресурсов хватало для реализации инвестиционных проектов для украинской экономики. В этот период, как свидетельствуют данные табл. 1, сальдо доходов и расходов сводного бюджета положительное или с небольшим минусом; а темпы реального ВВП стабильно положительные. В целом на выделенном втором временном промежутке влияние дисбаланса (между сбережениями и инвестициями) на экономику было положительным. Среди причин – модель экономического развития, реализуемая в этот период, была ориентирована на использование внутренних ресурсов и незадействованных ранее факторах производства, следовательно, дисбаланс не формировал риски, а наоборот нивелировал внешние угрозы.

С 2006 года ситуация изменилась кардинально: после 7-летнего превышения сбережений над инвестициями экономика получила отрицательный дисбаланс и нисходящий тренд в динамике данных макропоказателей; величина разницы между ними колебалась от -1,5 до -9,2% ВВП. При отсутствии внутренних ресурсов для финансирования дефицита бюджета и обеспечения положительных темпов роста экономики Украина начала активно использовать финансовые ресурсы мировой экономики.

Для того чтобы оценить объемы привлечения внешних ресурсов в экономику Украины, можно воспользоваться данными Международной инвестиционной позиции (МИП), представляющей собой статистический отчет о накопленных на определенную дату запасах внешних финансовых активов и пассивов страны (речь идет о всех финансовых требованиях и обязательствах резидентов страны в отношении нерезидентов). Поскольку все показатели (кроме прямых инвестиций) включаются в МИП на валовой основе, то это позволяет оценить общий масштаб вывезенного или ввезенного капитала¹.

¹ 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; Balance of payments Manual. – 5thed. / International Monetary Fund. – Washington D.C., 1993; Руководство по платежному балансу и международной инвестиционной позиции (РПББ) / МВФ. – Вашингтон, округ Колумбия, 2012. –

На рис. 2 представлена динамика основных показателей МИП Украины, которые рассчитывает НБУ начиная с 1997 года (выполняя требования раздела 5 статьи VIII Соглашения Международного валютного фонда): величины активов и пассивов, представляющих собой финансовые требования к нерезидентам и обязательства перед ними, а также чистой международной инвестиционной позиции. Чистая международная инвестиционная позиция (запас внешних активов за минусом запаса внешних обязательств) показывает разницу между тем, чем страна владеет, и тем, что она должна². Как видно с рис. 2, показатель чистой МИП Украины 2000–2014 годов имеет отрицательный знак: в этом случае страну называют "чистым должником"³ (в отличие от "чистого кредитора", если знак "+"). По методологии составления платежного баланса и международной инвестиционной позиции МВФ, чистая МИП в совокупности с запасом нефинансовых активов страны является чистым национальным богатством⁴. Таким образом, *финансовые ресурсы, которые получила Украина, не приумножили финансовую составляющую национального богатства, а наоборот его уменьшили, так как иностранный капитал был использован для социально-экономического развития* (нетто по балансу на 01.01.2015 г. равно – 60016 млн долл. США).

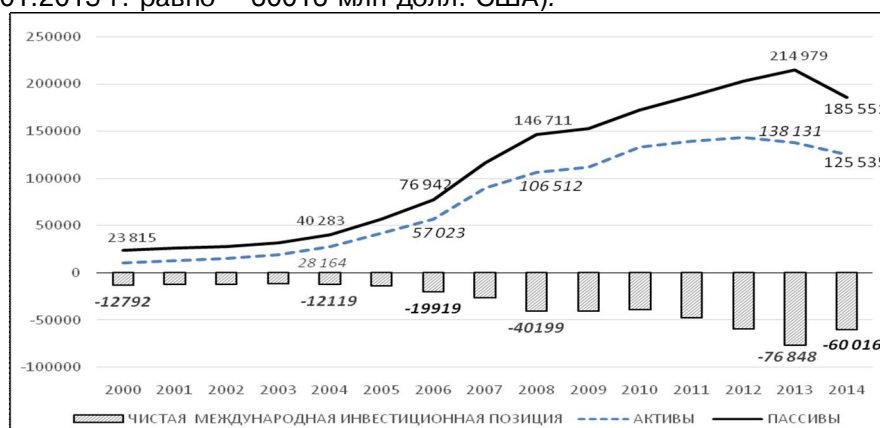


Рисунок 2. Динамика основных показателей международной инвестиционной позиции Украины, млн долл. США

Источник: составлено по данным НБУ.

То, что страна развивается не только за счет собственных, но и внешних ресурсов, на современном этапе активного развития глобализационных процессов уже не новость, а скорее реальность, в которой живет большинство стран мира. Однако соотношение внутренних и внешних ресурсов экономического развития для каждого государства является чрезвычайно важным вопросом, поскольку их дисбаланс формирует угрозы не только в плоскости экономической безопасности, но и становится осно-

P. 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>.

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

³ Это не совсем корректное утверждение, поскольку к задолженности страны следует относить только те категории баланса инвестиций, которые не связаны с участием в капитале, то есть исключая прямые инвестиции и включая реинвестированные доходы и ценные бумаги, обеспечивающие участие в капитале. Такой подход совпадает с принятой в МВФ концепцией внешнего долга. – Международная инвестиционная позиция: Пособие по источникам данных / МВФ. – Вашингтон, округ Колумбия, 2002. – <http://www.imf.org/external/russian/pubs/ft/bop/2007/bopman6r.pdf>.

⁴ Balance of payments Manual. – 5thed. / International Monetary Fund. – Washington D.C., 1993.

вой для реализации кризисных проблем (в частности, долгового и валютного кризиса).

В контексте раскрытия возможных угроз дисбаланса **между внутренними и внешними ресурсами развития** важным является вопрос "куда вложен и насколько эффективно использован иностранный капитал, полученный страной", ответ на который может частично дать анализ структуры международной инвестиционной позиции Украины. Финансовые компоненты МИП состоят из *резервных активов* (относятся к требованиям страны), а также *портфельных, прямых и других инвестиций*.

Структура пассивов, мало изменившаяся с 2005 года, показывает, какими путями иностранный инвестор расширяет присутствие иностранного капитала в Украине: на конец 2014 года это были прямые инвестиции (34,4%), портфельные инвестиции (17,8%), прочие инвестиции (47,8%), состоящие из торговых кредитов; займов, включая кредиты и займы МВФ и международных финансовых организаций; соглашений о финансовом лизинге; валюты и депозитов, а также других обязательств.

Структура активов показывает направление использования и вид финансовых активов (проще – куда/на какие цели Украина вкладывает/тратит иностранную валюту). Динамика показателя активов международной инвестиционной позиции Украины по 2000–2014 годам показала наличие **дисбаланса – чрезвычайно высокой доли такой компоненты, как объем наличной иностранной валюты, находящейся вне банковской системы** (табл. 2). Следует подчеркнуть, что в период 2000–2005 годов, когда дисбаланс национальных сбережений/инвестиций был положительный, структурные изменения в активах также были положительными: доля резервных активов выросла втрое с 13,7 до 45%, а доля других инвестиционных активов значительно уменьшилась с 84,5 до 53%, удельный вес наличной иностранной валюты вне банковской системы уменьшился с 61,4 до 37%. Однако с 2006 года (при негативном дисбалансе сбережений/инвестиций) активный рост притока иностранного капитала в украинскую экономику наращивал дисбаланс в структуре активов МИП, и как следствие, на конец 2014 года ситуация ухудшилась даже по сравнению с кризисным 2009 годом – резервные активы уменьшились до 6%, а иностранная наличность выросла до 73,4%, превысив высокое значение 2000-го года (61,4%).

Следует отметить, что увеличение в структуре активов международной инвестиционной позиции иностранной наличности само по себе может и не быть деструктивным фактом, а лишь соответствовать структуре внешних обязательств и выплат по долгам. Однако при наличии других макроэкономических дисбалансов в экономическом развитии страны (значительного внешнего долга, дефицита бюджета, отрицательного сальдо текущего счета ПБ, долларизации) такое изменение структуры МИП не только свидетельствует об их обострении, но и отражает результаты действующей политики и модели социально-экономического развития.

Сравнительный анализ структуры активов МИП⁵ Украины и ее ближайших соседей Республики Беларусь и Российской Федерации (табл. 3) свидетельствует о том, что дисбаланс наличной валюты вне банков у них не является критическим/угрожающим, хотя процесс долларизации в этих экономиках достаточно высокий. Финансовая компонента МИП "валюта и депозиты" занимает в структуре активов только 12% (по данным на конец 2013 года); а наличная валюта вне банковской системы по составляющей "другие сектора" (где не включаются центральный банк, депозитные организации и сектор государственного управления) в Беларуси на протя-

⁵ Согласно методологии, представленной в шестом издании Руководства по платежному балансу и международной инвестиционной позиции (МВФ 2009 г.). – 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>.

жении всего выделенного временного промежутка 2005–2013 годов составляла менее 1%, в России – снизилась с 9 до 2,6%⁶.

Таблица 2

Структура международной инвестиционной позиции Украины, %

Показатель	2000	2005	2009	2013	2014
<i>АКТИВЫ</i>					
<i>доля в структуре активов</i>					
Резервные активы	13,7	45,4	23,6	14,8	6,0
Прямые инвестиции за рубеж	1,5	1,1	6,5	7,1	7,7
Портфельные инвестиции	0,3	0,1	0,1	0,1	0,2
Другие инвестиционные активы	84,5	53,4	69,9	78,0	86,1
Валюта та депозиты ⁷	70,9	43,3	60,8	71,0	78,2
– другие сектора (объем наличной иностранной валюты, находящейся вне банковской системы)	61,4	37,0	54,1	64,2	73,4
<i>ПАССИВЫ</i>					
<i>доля в структуре пассивов</i>					
Прямые инвестиции в Украину	16,3	30,3	34,1	36,7	34,4
Портфельные инвестиции	13,4	15,8	10,2	16,7	17,8
Другие инвестиционные активы	70,3	53,9	55,8	46,6	47,8
ЧИСТАЯ МЕЖДУНАРОДНАЯ ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПОЗИЦИЯ, млн долл. США	-12 792	-14 158	-40 247	-76 848	-60 016

Источник: составлено по данным НБУ.

Таблица 3

Иностранная валюта в активах международной инвестиционной позиции Украины, Республики Беларусь и Российской Федерации, доля в структуре активов, %

Показатель	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<i>Республика Беларусь</i>									
Валюта и депозиты	22,34	14,08	17,49	20,84	13,49	19,52	21,75	14,30	11,71
– другие сектора	0,42	0,53	0,30	0,34	0,37	0,34	0,41	0,32	0,26
<i>Российская Федерация</i>									
Валюта и депозиты	12,84	9,60	6,18	13,42	11,34	8,28	11,28	11,59	11,79
– другие сектора	9,04	5,02	1,99	4,58	3,87	2,29	2,79	2,71	2,56
<i>Украина</i>									
Валюта и депозиты	43,32	49,56	48,45	54,42	60,77	57,29	63,65	69,05	71,04
– другие сектора	36,95	42,84	41,91	47,97	54,06	49,97	56,00	60,41	64,22

Источник: составлено по данным НБУ, Центробанка РФ, Национального банка Республики Беларусь; Міжнародна інвестиційна позиція України / Національний банк України. – 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.

⁶ 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.

⁷ НБУ в 2007 году провел ретроспективный статьи "Валюта и депозиты, активы". Статья дополнена информацией из базы данных Банка международных расчетов (BIS) об объемах депозитов резидентов в иностранных банках. Кроме того, проведена оценка общих объемов требований (накопленных запасов) по компоненту "наличная валюта вне банковской системы". С этой целью проведены ретроспективные дорасчёты изменений платежного баланса до 1995 года включительно, накопленный объем наличной иностранной валюты сформирован как кумулятивные изменения объемов платежного баланса с 1995 года. – Международная инвестиционная позиция. Методический комментарий / Национальный банк Украины. – http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?sessionId=413013F48ED89704C5C81B33181C6502?art_id=44467&cat_id=44465.

Хотя Белоруссия, как и Украина, является "чистым должником", то есть показатели чистой инвестиционной позиции у нее отрицательны уже длительное время (-39104,1 млн долл. США на конец 2013 года), однако в структуре ее активов ключевой позицией являются резервы, которым принадлежит 42,5%. Российская Федерация на протяжении 2008–2013 годов является "чистым кредитором": чистая МИП в 2013 году составляла 126223 млн долл. США, резервы в структуре активов занимают 34,7%, прямые инвестиции 32,6%⁸. То есть наши соседи Россия и Беларусь "вкладывают" валюту в активы, создающие им "подушку безопасности", приносящие прибыль, а не формирующие угрозы.

Абсолютное и относительное уменьшение золотовалютных резервов Украины является отражением **дисбаланса внешнеторговых связей**, о наличии которого свидетельствует отрицательное сальдо счета текущих операций платежного баланса страны, увеличившееся по объему с 1,5% (в 2006 году) до 9% ВВП (в 2013 году). В 2003–2011 годах условия торговли для Украины (как и для других государств бывшего СНГ) и динамика курса гривны способствовали росту отечественного экспорта (рис. 3), однако превышение темпов роста импорта привело к отрицательному сальдо счета операций, сформировало устойчивый негативный "внешний" дисбаланс.

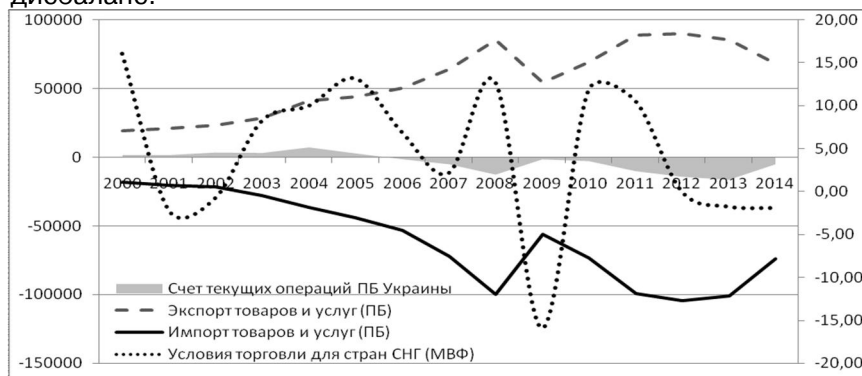


Рисунок 3. Динамика основных показателей платежного баланса Украины и условий торговли для стран СНГ в 2000–2014 гг.

Источник: составлено по данным НБУ, МВФ.

В ситуации отрицательного сальдо текущего счета нисходящая динамика международных резервов Украины, в частности в течение 2014 года, была обусловлена необходимостью поддержания НБУ стабильности валютного рынка и курса гривны, платежей НАК "Нафтогаз Украины", обслуживания внешних долгов. Как результат – по данным на 1 января 2015 года объем международных резервов Украины составил 7 млрд 533 млн долл. США в эквиваленте (только за 2014 год резервы сократились в 2,7 раза, обновив 11-летний минимум после снижения до 7,634 млрд долл. в феврале 2004 года)⁹.

Таким образом, длительный дисбаланс внешнеторговых операций и потеря валютных резервов привели к обострению ситуации в сфере формирования внешнего макроэкономического дисбаланса – объем *валового внешнего долга страны вырос* и на конец 2014 года составил 126,3 млрд дол. США, достигнув 95,1% до ВВП, что значительно превышает граничное значение (табл. 4). И хотя, как утверждает министр финансов Н.Яресько, страна не на грани банкротства и в полном объеме выполняет свои финансовые обязательства, однако для выплат 11 млрд

⁸ Там же.

⁹ Міжнародна інвестиційна позиція України / Національний банк України. – http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=44465.

долл. США по долгам в 2015 году, по словам премьер-министра А.Яценюка, Украине снова необходима финансовая помощь от международных партнеров (в 2014 году получили 9 млрд долл., а 14 млрд долл. США отдали) (Нагорский, 2015).

Таблица 4

Показатели развития внешнего сектора экономики Украины

Показатель	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Валовой внешний долг, млрд долл.США	54,5	80,0	101,7	104,0	117,3	126,2	134,6	142,1	126,3
Валовой внешний долг, % к ВВП	50,6	56,0	55,9	88,3	83,1	74,6	73,7	74,6	95,1
Валовой внешний долг, % к экспорту товаров и услуг	108,5	124,9	118,7	190,6	169,4	142,1	149,5	166,2	184,4
Краткосрочный внешний долг по остаточному сроку погашения, млрд долл.США	26,8	38,3	46,4	39,4	48,9	59,4	65,6	60,3	55,1
Международные резервы, млрд долл.США	22,3	32,5	31,5	26,5	34,6	31,8	24,5	20,4	7,5
Международные резервы, в месяцах импорта будущ. периода	3,7	3,9	6,7	4,3	4,2	3,7	2,9	3,4	1,5

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

Ежегодный рост объемов иностранного капитала (и в том числе для нивелирования негативного дисбаланса внешней торговли и обслуживания внешних обязательств) происходил на фоне оттока валюты в теневую экономику. Так, даже в период 2011–2014 годов послекризисного восстановления экономики при официальном уменьшении бегства капиталов (рассчитанного по данным ПБ) ежегодный прирост иностранной наличности вне банковской системы Украины (рассчитанной по данным МИП) был весьма существенным по объему (рис. 4) и указывал на рост неофициального сектора экономики. Следует учесть, что фактически объемы бегства были существенно больше, чем рассчитанное значение по "узкому определению" через статьи ПБ (такие как "ошибки и пропуски", "объемы недополученной выручки за экспорт товаров и услуг, не поступившей оплаты за импорт, платежи по фиктивным операциям с ценными бумагами") (Шумская, 2008). Таким образом, в 2006–2014 годах сформировалась парадоксальная ситуация: *мировые финансовые ресурсы, направлявшиеся на обеспечение социально-экономического развития Украины, на практике в значительной степени поддерживали функционирование неофициального сектора экономики и откладывались населением "под матрас"*.

Оценить точно фактические объемы иностранной наличности у населения практически невозможно, так как часть отложена "на черный день" (и не работает), часть – вывезена из страны (посредством туризма, торговли, бизнеса), часть – обращается в теневом секторе экономики. Однако даже упрощенный анализ динамики оборота и сальдо покупки/продажи валюты населением свидетельствует об очень высоком уровне наличной долларизации в Украине. Даже после девальвации гривни в 2009 году тенденция к росту продолжилась, и только вторая волна кризиса, военные

действия, снижение реальных доходов, отсутствие валюты в продаже уменьшили объемы покупки населением иностранной наличности (рис. 5).

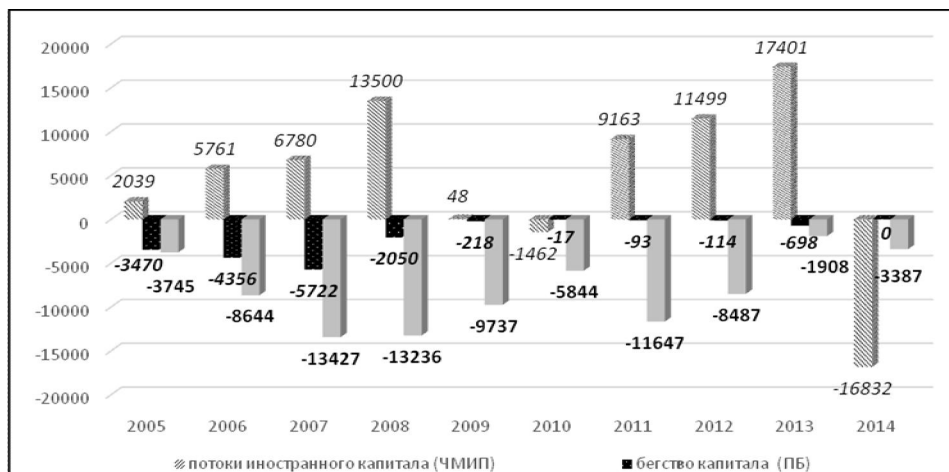


Рисунок 4. Ежегодные объемы потоков иностранной валюты, млн долл. США

Источник: составлено по данным Платежного баланса и МИП НБУ.

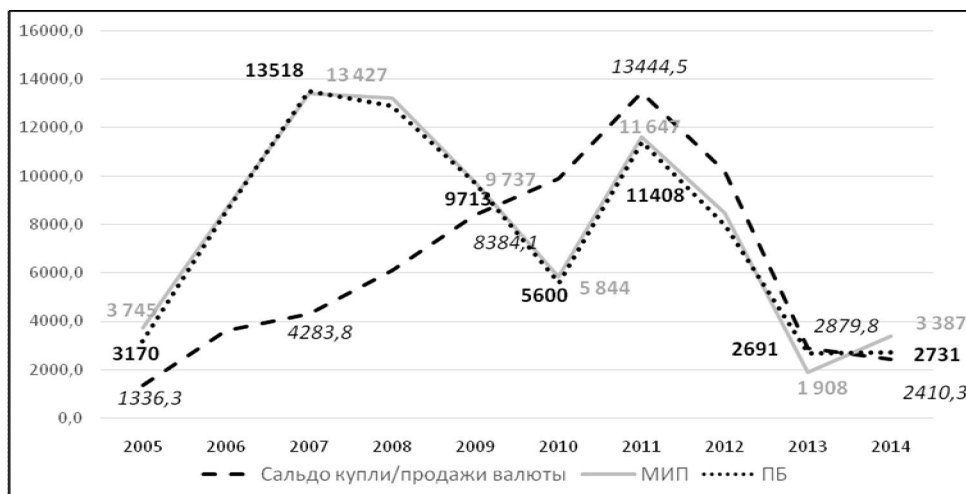


Рисунок 5. Ежегодный объем прироста иностранной валюты вне банков и сальдо покупки / продажи населением иностранной наличной валюты в Украине, млн долл. США

Источник: составлено по данным НБУ.

Следует подчеркнуть, что оценки иностранной валюты вне банков могут быть разными, поскольку специалисты в своих расчетах учитывают различные каналы притока/оттока валюты: пункты обмена, банки, контрабанду (и если по первым двум каналам учет ведется коммерческими банками и НБУ по сальдо покупки/продаж и потокам на счетах и депозитах, то последний оценивается экспертами очень приблизительно). Это может частично объяснить разницу между приведенными на рис. 5 оценками **наличности вне банков** (где в расчеты не включены данные по валюте в банках, секторе государственного управления и органах государственного регулирования) проведенными по трем вариантам данных – платежному балансу, междуна-

родной инвестиционной позиции¹⁰ и на руках у населения, рассчитанного по сальдо покупки/продажи населением. Превышение в течение 2010–2013 годов объемов покупки населением иностранной наличности над данным статистики ПБ и МИП может свидетельствовать о дополнительном (не по официальным каналам, контрабандном) ввозе валюты в Украину.

В контексте угроз, формирующих **дисбаланс в обращении наличных денег** (поскольку, кроме украинской гривни, в денежном обороте находится значительная сумма наличных иностранных государств), следует отметить, что для относительно стабильного в финансовом отношении периода иностранные наличные деньги являются, кроме валюты, обслуживающей теневую (но национальную) экономику, еще и способом накопления богатства экономических субъектов и населения. В момент макроэкономической нестабильности или кризиса иностранная наличность становится активным инструментом вывода капитала из национальной экономики. В условиях высокого уровня долларизации экономики желание уберечь свои капиталы значительно усиливает существующие проблемы в стране, а при форс-мажорных обстоятельствах может спровоцировать кризис на валютном и денежном рынках Украины.

На вопрос, является ли угрожающим сегодня такой дисбаланс, может дать ответ сравнительный анализ динамики М0 с расширенными на объем иностранной наличности агрегатами $M0+(min)$ и $M0+(max)$ (рис. 6 и табл. 5). В первом случае к денежному агрегату М0 добавлен гривневый эквивалент сальдо покупки/продажи валюты населением, во втором – весь объем иностранной наличности вне банковской системы, рассчитанной по данным международной инвестиционной позиции (кумулятивное значение). Понятно, что искусственные агрегаты $M0+(min)$ и $M0+(max)$ являются очень упрощенным примером: первый построен из расчета, что вся приобретенная иностранная валюта в течение года полностью выводится из обращения (тезаврируется "под матрас" населением, переводится на счета/депозиты в банковские учреждения или вывезена за границу), второй – валюта остается в стране и неподконтрольна НБУ. Реальные оценки $M0+$ будут меньше, чем рассмотренные во втором сценарии, однако даже такие очень маловероятные варианты демонстрируют, что фактически каждый год параллельно с официальной наличной гривней в обращение поступает довольно значительная масса иностранных денег, которая может спровоцировать нестабильность.

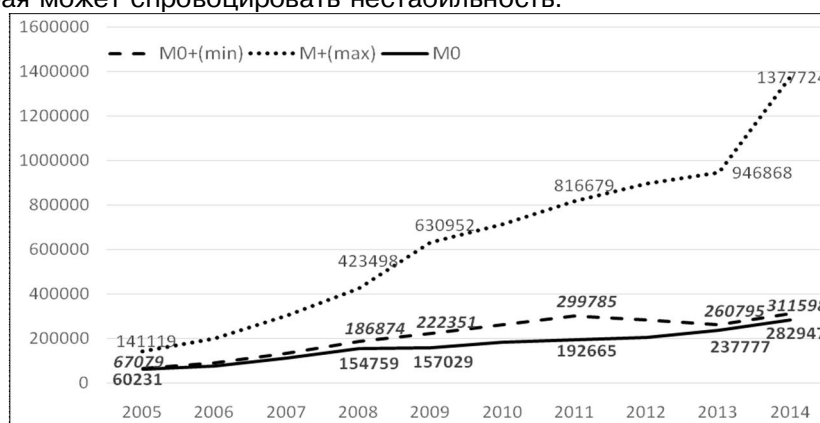


Рисунок 6. Динамика денежного агрегата М0 и расширенных (на прирост объема иностранной наличности вне банков) агрегатов $M0+(min)$ та $M0+(max)$, млн грн

Источник: составлено по данным НБУ.

¹⁰ Оценки по данным МИП и ПБ должны совпадать (здесь они отличаются, потому что у МИП учтены курсовые разницы, переоценки капитала и другие изменения).

Сравнивая ежегодные приросты наличной гривны (как процент кумулятивной величины М0), иностранной валюты вне банков (по данным ПБ) и сальдо покупки/продажи иностранной валюты населением (табл. 5), видно, что на протяжении 2006–2012 годов иностранная наличная валюта росла по темпам быстрее, чем гривня. В результате за период 1995–2014 годов в Украину ввезено 92,101 млрд долл. США, что создало параллельное обращение на денежном рынке страны. После девальвации 2009 и 2014 годов произошел скачок в соотношении накопленной иностранной наличности и наличной гривны с 1,7 до 3,9, увеличивший уровень дисбаланса.

Таблица 5

Дисбаланс в обращении наличных денег

Показатель	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Абсолютный годовой прирост денежного агрегата М0, млн грн	14753	36135	43640	2270	25961	9675	10580	34532	45170
Прирост М0, как % от М0	19,7	32,5	28,2	1,4	14,2	5,0	5,2	14,5	16,0
Сальдо* купли/продажи иностр. наличных денег населением, как % к М0	24,2	19,5	20,8	41,6	42,8	55,6	40,1	9,7	10,1
Ин. валюта* вне банков (прирост за год, по данным ПБ), как % к М0	57,3	61,4	43,8	48,2	24,3	47,2	31,3	9,0	11,5
Иностранная валюта вне банковской системы, млн долл. США (по данным МИП)	24 428	37 855	51 091	60 828	66 672	78 319	86 806	88 714	92 101
Соотношение иностранной наличной валюты* и М0, раз	1,6	1,7	1,7	3,0	2,9	3,2	3,4	3,0	3,9

* в гривневом эквиваленте (рассчитано по курсу в среднем за период)

Источник: составлено по данным НБУ.

Как видим, дисбалансы на денежном и валютном рынках Украины, возникшие под действием внутренних факторов и внешних шоков, взаимосвязаны между собой и рост одного из них может привести к активизации потенциала системной нестабильности. Учет различных эффектов взаимосвязей и, главное, рисков, стоящих за ними, является важным аспектом при оценках как ближайшего будущего, так и долгосрочных перспектив. Так, например, положительный прогноз экспертов МВФ относительно развития украинской экономики (WEO, 2014) и рост норм сбережений и инвестиций на 2015–2019 годы (рис. 1) явно нуждается в корректировке и заставляет искать инструменты регулирования, которые изме-

нили бы существующие негативные тенденции на противоположные, нивелировали новые внутренние и глобальные угрозы.

В этом контексте следует подчеркнуть, что динамика наращивания дисбалансов в Украине отражает не только длительное действие внутренних факторов, но и свидетельствует о восприятии влияния **глобальных экономических рисков**. Если обратиться к оценкам глобальных рисков, например, тех, что уже достаточно долгий период представляются экспертами Всемирного экономического форума, то будет отчетливо видно, что в течение 2007–2014 гг. на первом месте среди пятерки глобальных рисков по степени влияния находились именно экономические риски (WEF, 2015). Несмотря на то, что за 10 лет был получен значительный прогресс в уменьшении вероятности реализации рисков во всех выделенных 28 видах (и собранных в 5 категорий: экономические, экологические, геополитические, социальные, технологические), эксперты продолжают подчеркивать, что их влияние и в дальнейшем будет оставаться существенным, ведь взаимосвязи между ними усиливаются.

Среди экономических глобальных рисков 2015 года экспертами названы следующие: "мыльный пузырь" активов в большой/ключевой стране; дефляция в большой/ключевой стране; шок цен на энергоресурсы в глобальной экономике; несостоятельность главного финансового механизма или учреждений; выход из строя/отказ в работе жизненно важной инфраструктуры; финансовые кризисы в ведущих странах; высокая структурная безработица или неполная занятость; неуправляемая инфляция. И хотя на первые места в ТОП-10 с точки зрения вероятности реализации и силы воздействия всех категорий ожидаемых глобальных рисков в 2015 году вместо экономических рисков впервые за долгие годы исследования экспертами выведены экологические и геополитические риски, однако, как видно из табл. 6, финансовые также входят в перечень десятки важных.

Таблица 6

ТОП-10 глобальных рисков в 2015 году

С точки зрения вероятности наступления		С точки зрения силы влияния
Межгосударственный конфликт с региональными последствиями	1	Кризис водоснабжения
Экстремальные погодные явления	2	Быстрое и массовое распространение инфекционных заболеваний
Неудачи национального государственного управления	3	Распространение оружия массового уничтожения
Распад государственности или кризис	4	Межгосударственный конфликт с региональными последствиями
Высокая структурная безработица или неполная занятость	5	Неспособность/неудачи адаптации к изменению климата
Природные катастрофы	6	Шок цен на энергоресурсы
Неспособность/неудачи адаптации к изменениям климата	7	Крах информационной инфраструктуры
Кризис водоснабжения	8	Финансовый кризис
Мошенничество или кражи данных	9	Высокая структурная безработица или неполная занятость.
Кибер-атаки	10	Утрата биологического разнообразия и разрушение экосистемы

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

Для мировой экономики реализация рисков в ближайшие 10 лет, и в том числе в финансовой сфере, в значительной степени будет зависеть от проявления **глобальных тенденций**, имеющих как положительные, так и отрицательные последствия и которые в долгосрочной перспективе могут

нивелировать выделенные сегодня угрозы, изменить существующие взаимосвязи. Среди глобальных трендов 2015 года, которые позволяют лучше понимать глубинные движущие силы развития мировой экономики, ключевыми названы: старение населения, изменение климата; деградация окружающей среды; рост среднего класса в странах с развивающейся экономикой; повышение национального самосознания; растущая поляризация общества; рост неравенства доходов; урбанизация; ослабление международного управления (WEF, 2015).

Подчеркивая взаимосвязанность глобальных рисков, тенденций (которые поддерживают уже существующие дисбалансы или в дальнейшем могут сформировать новые), эксперты Всемирного экономического форума представляют ежегодно отчеты, обеспечивая информацией всех заинтересованных лиц, принимающих решения. Так, например, в 2013 году был представлен специальный доклад (*Building National Resilienceto Global Risks*) посвященный обсуждению очень сложного вопроса, касающегося того, как страна может подготовиться к глобальным рискам, которые она не может контролировать или предупредить (WEF, 2013). Среди предложенных подходов – применение "системного мышления" и использование "концепции устойчивости" на уровне страны. В результате был представлен диагностический инструментарий, позволяющий оценивать национальную устойчивость перед глобальными рисками. Согласно оценкам, характеризующим адаптивность и возможность восстановления Украины (2,54 балла из 7 возможных), наша страна является достаточно уязвимой к внешним шокам.

Способность национальных правительств адаптироваться и эффективно реагировать на риски зависит не только от оценки вероятности реализации последних и силы их воздействия, но также и от учета взаимосвязей между ними, ведь активизация лишь одного из них вызывает цепную реакцию в различных сферах развития и может привести к системному глобальному кризису. На рис. 7 представлены 10 (из 50-ти анализируемых) рисков, имеющих, по мнению респондентов, наибольшее количество взаимосвязей с другими (среди лидеров три относятся к экономической категории).



Рисунок 7. ТОП-10 рисков, имеющих наибольшее количество взаимосвязей

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

Общее понимание наиболее актуальных вопросов и существующих связей, необходимое в качестве основы для многостороннего сотрудничества, получает сегодня признание как наиболее эффективный способ ликвидации глобальных рисков и создания арсенала противодействия существующим дисбалансам на всех уровнях.

Успех усилий Украины в этом направлении зависит от эффективности решения клубка старых внутренних проблем и скорости обострения нового глобального дисбаланса – между принятием экономического и финансового риска (Josy Vicals, 2014). Новым вызовом для Украины является то, что уже сегодня, по мнению экспертов, мировая экономика должна пойти на увеличение рисков, необходимых для повышения темпов экономического роста и одновременно сдерживать увеличение финансовых эксцессов, создающих проблемы со стабильностью. Таким образом, Украина, кроме решения накопившихся домашних задач в финансовой сфере, уже должна включаться в развитие системы мер микро- и макро- пруденциальной политики, направленных на предупреждение негативного влияния новых дисбалансов.

Литература

- 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.
- 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.
- Josy 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. 10th 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>.

Поступила в редакцию 20.01.2015 г.

INTERCONNECTION BETWEEN THE IMBALANCES IN UKRAINE'S FINANCIAL SECTOR

Svetlana Shumskaia

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.