

АНАЛІЗ ЗОВНІШНІХ ДИСБАЛАНСІВ В ЕКОНОМІЦІ УКРАЇНИ НА ОСНОВІ ВИЗНАЧЕННЯ ПРИЙНЯТНОГО РІВНЯ ПОТОЧНОГО РАХУНКУ ПЛАТІЖНОГО БАЛАНСУ

© 2016 ТОКАРЧУК Т. В., ШАПОВАЛЕНКО Н. В.

УДК 339.9.012

Токарчук Т. В., Шаповаленко Н. В.

Аналіз зовнішніх дисбалансів в економіці України на основі визначення прийнятного рівня поточного рахунку платіжного балансу

Метою статті є визначення розміру прийнятного рівня сальдо поточного рахунку та величини зовнішнього дисбалансу для України, зважаючи на стійкий торговий дефіцит, що спостерігався останні десять років. Така оцінка базується на декількох найбільш поширених методах, а саме: на аналізі макропоказників, показників зовнішньої стійкості, а також розміру надходжень прямих іноземних інвестицій. За проведеними розрахунками середній прийнятний рівень дефіциту поточного рахунку за всіма трьома методами протягом 2005–2016 рр. становив близько 2,5 % від ВВП, що менше, ніж у країнах Східної Європи, однак на рівні країн Азії. Найбільший від'ємний розрив рахунку поточних операцій спостерігався саме перед кризами: у 2008 році та у 2012–2013 рр., коли такий розрив перевищував 3,5 % від ВВП. Крім того, дуже важливо, щоб процеси корекції зовнішніх дисбалансів були узгоджені із досягненням внутрішньої рівноваги. Аналіз за допомогою діаграми Свона показує, що у більшості випадків українська економіка потребувала коригування або внутрішнього, або зовнішнього дисбалансу, що унеможливило використання однакових інструментів для їх усунення. У цих умовах визначальна роль економічної політики держави має бути націлена як на пошук оптимальних варіантів макроекономічних заходів монетарного та фіскального характеру, так і на впровадження необхідних структурних перетворень.

Ключові слова: прийнятний рівень поточного рахунку, зовнішні дисбаланси, внутрішня рівновага, монетарна політика.

Рис.: 8. **Табл.:** 1. **Формул.:** 5. **Бібл.:** 13.

Токарчук Тарас Вікторович – кандидат економічних наук, начальник відділу аналізу зовнішнього сектору, Національний банк України (вул. Інститутська, 9, Київ, 01601, Україна)

E-mail: Taras.Tokarchuk@bank.gov.ua

Шаповаленко Надія Вікторівна – аспірант, Університет банківської справи (вул. Андріївська, 1, Київ, 04070, Україна)

E-mail: Nadia.Shapovalenko@gmail.com

УДК 339.9.012

UDC 339.9.012

Токарчук Т. В., Шаповаленко Н. В. Анализ внешних дисбалансов в экономике Украины на основе определения приемлемого уровня текущего счета платежного баланса

Целью статьи является определение размера приемлемого уровня сальдо текущего счета и величины внешнего дисбаланса для Украины, учитывая устойчивый торговый дефицит, наблюдавшийся последние десять лет. Такая оценка базируется на нескольких наиболее распространенных методах, а именно: на анализе макропоказателей, показателей внешней устойчивости, а также размера поступлений прямых иностранных инвестиций. По проведенным расчетам средний приемлемый уровень дефицита текущего счета по всем трем методам в течение 2005–2016 гг. составлял около 2,5 % от ВВП, что меньше, чем в странах Восточной Европы, однако на уровне стран Азии. Наибольший отрицательный разрыв счета текущих операций наблюдался именно перед кризисами: в 2008 году и в 2012–2013 гг., когда такой разрыв превышал 3,5 % от ВВП. Кроме того, очень важно, чтобы процессы коррекции внешних дисбалансов были согласованы с достижением внутреннего равновесия. Анализ на основе диаграммы Свона показывает, что в большинстве случаев украинская экономика нуждалась в корректировке или внутреннего, или внешнего дисбаланса, что делало невозможным использование одинаковых инструментов для их устранения. В этих условиях определяющая роль экономической политики государства должна быть нацелена как на поиск оптимальных вариантов макроекономических мер монетарного и фискального характера, так и на внедрение необходимых структурных преобразований.

Ключевые слова: приемлемый уровень сальдо текущего счета, внешние дисбалансы, внутреннее равновесие, монетарная политика.

Рис.: 8. **Табл.:** 1. **Формул.:** 5. **Библ.:** 13.

Tokarchuk T. V., Shapovalenko N. V. Analysis of External Imbalances in the Economy of Ukraine on the Basis of Determining an Acceptable Level of the Current Account of Balance of Payments

The aim of the article is to determine the size of an acceptable level of the current balance and external imbalance for Ukraine with regard to the steady trade deficit having been observed for the last ten years. The assessment is based on several most common methods, namely: analysis of macro indicators, indicators of external sustainability, and the volume of foreign direct investment received. According to the calculations performed by all three methods, during the 2005–2016 the average acceptable level of the current account deficit made up about 2.5% of GDP, which is lower than in countries of Eastern Europe, however, is at the same level with Asian countries. The largest negative gap of the current account was observed right before the crises of 2008 and 2012–2013 when the gap exceeded 3.5% of GDP. Furthermore, it is important that the processes of correcting external imbalances were aligned with achieving the internal balance. The analysis based on a Swan diagram shows that in most cases the Ukrainian economy needs to correct either internal or external imbalances, which made it impossible to use the same instruments to remove them. Under these conditions the determining role of the state economic policy should be aimed at both searching for optimal variants of macroeconomic measures of the monetary and fiscal nature, and implementing the necessary structural reforms.

Keywords: acceptable level of the current balance, external imbalances, internal balance, monetary policy.

Pic.: 8. **Tabl.:** 1. **Formulae:** 5. **Bibl.:** 13.

Tokarchuk Taras V. – Candidate of Sciences (Economics), Head of the Department of the Analysis of External Sector, National Bank of Ukraine (9 Instyutyska Str., Kyiv, 01601, Ukraine)

Токарчук Тарас Вікторович – кандидат економічних наук, начальник отдела анализа внешнего сектора, Национальный банк Украины (ул. Институтская, 9, Киев, 01601, Украина)

E-mail: Taras.Tokarchuk@bank.gov.ua

Шаповаленко Надежда Викторовна – аспирант, Университет банковского дела (ул. Андреевская, 1, Киев, 04070, Украина)

E-mail: Nadia.Shapovalenko@gmail.com

E-mail: Taras.Tokarchuk@bank.gov.ua

Shapovalenko Nadiia V. – Postgraduate Student, University of Banking (1 Andriivska Str., Kyiv, 04070, Ukraine)

E-mail: Nadia.Shapovalenko@gmail.com

Вступ. З 2006 року в Україні спостерігався хронічний дефіцит рахунку поточних операцій (РПО) платіжного балансу, який переважно фінансувався за рахунок припливу зовнішнього капіталу. Найбільших значень такий дефіцит набув перед кризами в кінці 2008 року та на початку 2014 року, що призвело до значної девальвації національної валюти внаслідок накопичення низки макроекономічних дисбалансів. В першу чергу така ситуація була пов'язана з політикою фіксованого обмінного курсу та відсутністю інструментів для оперативного коригування зовнішньої позиції.

Після переходу в 2014 році до режиму гнучкого курсоутворення дефіцит РПО суттєво скоротився, а в 2015 році він наблизився до нуля. Однак через несприятливу зовнішню кон'юнктуру введення нових торговельних обмежень з боку Росії та розширення глобальних дисбалансів з 2016 року знову актуалізується проблема визначення прийнятного рівня РПО.

Аналіз літератури. Питання оцінювання прийнятного рівня РПО та аналізу зовнішніх дисбалансів знайшли відображення в дослідженнях багатьох зарубіжних і вітчизняних учених [1–6; 11; 12]. Аналіз наявного наукового доробку західних учених показав, що найпоширенішим підходом оцінювання прийнятного рівня є застосування економетричного аналізу для визначення залежності сальдо РПО від ряду макропоказників. Також поширеним є визначення прийнятного рівня, як такого, що не наражає на небезпеку платоспроможність країни за зовнішніми зобов'язаннями.

Значний внесок у питання зовнішньої стійкості було зроблено експертами МВФ [7; 8; 10], якими було розроблено дві методології до оцінювання дисбалансів, що базуються на визначенні прийнятного сальдо РПО за допомогою ряду фундаментальних і циклічних чинників, а також факторів політики. Результати їх оцінок надаються в щорічному огляді «Звіт про зовнішній сектор» [9].

Серед вітчизняних робіт слід виділити, зокрема, наукові праці колективу авторів під керівництвом Скрипніченко М. [1], в яких було обґрунтовано теоретичні засади виявлення небезпечних макроекономічних дисбалансів та здійснено кількісний аналіз індикаторів визначення критичних дисбалансів в Україні, а також Лук'яненко І. [2], де досліджувалось питання економічної нестабільності за допомогою побудови ймовірнісних моделей діагностики настання кризових явищ в Україні. Однак у розглянутих роботах відсутня інформація щодо кількісної оцінки прийнятного рівня РПО. Це питання було в подальшому детальноше досліджено у роботах Ніколайчука С. та Шаповаленко Н. [3; 4], які оцінили прийнятний рівень РПО для України у 2001–2014 рр.

Слід зазначити, що в процесі аналізу величини зовнішніх дисбалансів і підбору відповідних заходів їх коригування необхідно враховувати стан наявних внутрішніх дисбалансів, що не було досліджено в зазначених роботах.

Незважаючи на значну кількість праць з цієї тематики, актуальними та такими, що потребують подальшого дослідження, залишаються питання оновлення оцінок прийнятного рівня РПО в умовах структурних економічних змін і дослідження динаміки зовнішніх дисбалансів із урахуванням внутрішніх дисбалансів.

Метою статті є оцінювання розміру прийнятного рівня РПО та величини зовнішнього дисбалансу для України, зважаючи на стійкий торговий дефіцит, що спостерігався останні десять років. Така оцінка має базуватися на декількох найбільш поширених методах, а саме на аналізі макропоказників, показників зовнішньої стійкості, а також розміру надходжень прямих іноземних інвестицій. Крім того, дуже важливо, щоб процеси корекції зовнішніх дисбалансів були узгоджені із досягненням внутрішньої рівноваги. Тому у статті буде проаналізовано динаміку зовнішнього дисбалансу із урахуванням внутрішнього дисбалансу за допомогою діаграми Свона.

Основні результати. Для оцінювання прийнятного рівня РПО для України проведемо критичний порівняльний аналіз недоліків і переваг актуальних підходів. Теоретичні основи першого підходу визначення прийнятного рівня базуються на оцінці РПО країни як різниці між заощадженнями, що залишаються від національного наявного доходу після витрат на споживання, та інвестиціями.

Для оцінювання прийнятного рівня за його допомогою (за цим підходом прийнятний рівень має назву «оптимальний рівень» чи «норма заощаджень-інвестицій») необхідно оцінити панельну модель, яка відображає зв'язок між РПО й основними макроекономічними показниками (ВВП, індикатори фіскальної політики, демографічні показники тощо):

$$CAnorm_{jt} = \hat{\alpha}_0 + \hat{\beta}_j + \sum_{i=1}^k \hat{\gamma}_i \cdot X_{ijt}, \quad (1)$$

де $CAnorm_{jt}$ – значення прийнятного рівня (або норми) РПО для країни j в t періоді;

X_{ijt} – значення i -го фундаментального чинника країни j в t періоді;

$i = \overline{1, k}; j = \overline{1, m}; t = \overline{1, n}; \hat{\alpha}_0, \hat{\beta}_1, \dots, \hat{\beta}_m, \hat{\gamma}_1, \dots, \hat{\gamma}_k$ – оцінені коефіцієнти моделі.

У роботі Мілезі-Ферретті та Разін [5] оцінка прийнятного рівня РПО базується на сукупності структурних індикаторів, які впливають на платоспроможність країни і бажання інвесторів фінансувати дефіцит РПО. Окрім

кількісних індикаторів, розглядається вплив на РПО таких факторів, як макроекономічна політика, політичні умови в країні та ринкові очікування.

Використані індикатори у дослідженні Чінна та Прасада [6, с. 53] більшою мірою збігаються з тими, які розглянуто в роботі Мілезі-Ферретті та Разіна [5, с. 21–29]. У цілому оцінки прийнятного рівня дефіциту для країн, що розвиваються, становлять від 1,0 % до 3,5 % від ВВП.

МВФ в рамках методології «Консультативної групи щодо питань обмінного курсу» (Consultative Group on Exchange Rate Issues – CGER, 2006) [7, с. 6–7] використовував такі фундаментальні фактори для оцінки прийнятного рівня РПО: дефіцит бюджету, демографічні зміни, чисті зовнішні активи (ЧЗА), чистий експорт нафти, відносний дохід на душу населення, економічне зростання. Прийнятний рівень РПО був оцінений для 54 країн, серед яких були як розвинуті, так і країни, що розвиваються. Для розвинутих країн Європи оцінка прийнятного рівня дефіциту становила близько 0,3 % від ВВП. Тоді як для країн, що розвиваються, цей показник був більш високим – від 0,7 до 3,7 % від ВВП, а найвищий прийнятний рівень дефіциту характерний саме для країн Східної та Південної Європи.

У 2013 році експертами МВФ була розроблена методологія «Оцінка на основі зовнішнього балансу» (External Balance Assessment – ЕВА) [8], яка замінила методи CGER. Основною відмінністю нової методології в частині оцінювання прийнятного рівня РПО було виокремлення множини змінних політики (наприклад – фінскальний баланс) та додавання нових фундаментальних макроекономічних показників, у тому числі циклічних факторів (таких як розрив ВВП та умови торгівлі) до моделі (1). Розрахунок норми РПО за методологією ЕВА був здійснений для 50 країн: більшості розвинених країн та для найбільших країн з економіками, що розвиваються. Результати оцінок для найбільших економік світу (які виробляють 85 % світового ВВП) наведено у серії оглядів «Звіт про зовнішній сектор» [9], що оновлюються кожного року.

Однак, оскільки близько 140 країн не ввійшли до множини країн, які оцінювались за новою методологією ЕВА, було ухвалено рішення щодо застосування основних інновацій для більш широкого кола країн з метою отримання консистентних оцінок їх зовнішніх позицій. У 2016 році була розроблена методологія ЕВА-lite [10], за якою було оцінено норму РПО для країн з більш низьким рівнем доходу, у тому числі для України. Головною відмінністю цієї методології була переоцінка коефіцієнтів, а також додавання нових фундаментальних чинників, більш характерних для зазначених країн, а саме: приватних грошових переказів (remittances) та офіційної фінансової допомоги.

Отже, в рамках методології ЕВА-lite норма РПО – це такий його рівень, який відповідає фундаментальним чинникам і бажаному рівню політики:

$$CAnorm_{jt} = \hat{\alpha}_0 + \hat{\beta}_j + \sum_{i^c=1}^{k^c} \hat{\gamma}_i \cdot X_{ijt}^c + \sum_{i^f=1}^{k^f} \lambda_i \cdot X_{ijt}^f + \sum_{i^p=1}^{k^p} \hat{\delta}_i \cdot P_{ijt}^* \quad (2)$$

де $CAnorm_{jt}$ – значення прийнятного рівня РПО для країни j в t періоді;

X_{ijt}^c – значення i -го циклічного фактора для країни j в t періоді;

X_{ijt}^f – значення i -го фундаментального чинника для країни j в t періоді;

P_{ijt}^* – бажане значення для i -ї змінної політики для країни j в t періоді;

$i^c = \overline{1, k^c}; i^f = \overline{1, k^f}; i^p = \overline{1, k^p}; t = \overline{1, n}, j = \overline{1, m}; \hat{\alpha}_0, \hat{\beta}_1, \dots, \hat{\beta}_m, \hat{\alpha}_0, \hat{\beta}_1, \dots, \hat{\beta}_m, \hat{\gamma}_1, \dots, \hat{\gamma}_{k^c}, \hat{\lambda}_1, \dots, \hat{\lambda}_{k^f}, \hat{\delta}_1, \dots, \hat{\delta}_{k^p}$ – оцінені коефіцієнти моделі.

Окремо слід виділити роботу Рахман [11], в якій оцінено прийнятний рівень дефіциту РПО для 10 країн Східної та Південної Європи (Болгарія, Естонія, Латвія, Литва, Польща, Румунія, Словачія, Словенія, Угорщина, Чехія). Оцінки є достатньо високими, оскільки дефіцит РПО в більшості з цих країн був значно більший за середній рівень в країнах, що розвиваються. А саме, оскільки країни Східної та Південної Європи розвивалися більшою мірою за рахунок припливу іноземних інвестицій, тоді як в азійських країнах розвиток фінансувався переважно за рахунок внутрішніх джерел, в роботі було введено нову пояснювальну змінну – прямі іноземні інвестиції (ПІІ). Зростання ПІІ сигналізує про покращання інвестиційного клімату в країні, а також є одним із стабільних джерел фінансування дефіциту РПО. Таким чином, оцінки прийнятного рівня дефіциту РПО в 10 країнах, які нещодавно стали членами ЄС, коливалися від 1,9 % до 7,1 % до ВВП. В табл. 1 наведено стислий підсумок оцінок коефіцієнтів регресії отриманих у окремих роботах.

Як показав проведений аналіз (табл. 1), для оцінювання прийнятного рівня РПО доцільніше використовувати результати не окремих регресійних рівнянь, а моделі панельних даних. Зокрема, доцільно оцінити прийнятний рівень РПО на основі підходу, що використовувався в роботі Рахман, оскільки розглянуті в ній країни Східної Європи мають багато спільних рис з Україною, зокрема, щодо динаміки та визначальних факторів платіжного балансу. Крім того, доцільно розрахувати прийнятний рівень РПО за новою методологією МВФ ЕВА-lite та порівняти отримані результати.

Слід зазначити, що деякі параметри з роботи Рахман на основі експертної оцінки було змінено з метою урахування особливостей української економіки. А саме, оскільки Рахман [11] оцінювала модель панельних даних для країн Східної Європи, що мали на період оцінювання профіцит державного бюджету або ж значно нижчий рівень дефіциту, ніж в Україні, доцільно відкалібрувати коефіцієнт сальдо державного бюджету до рівня, оціненого в методології CGER (з 0.39 до 0.19).

Крім того, більш детально досліджено питання впливу чистих зовнішніх активів (ЧЗА) на прийнятний рівень РПО. З одного боку, більш високий рівень ЧЗА дає змогу мати значний дефіцит торгового балансу без негативних наслідків для платоспроможності країни. З іншого боку, високі потоки доходів з-за кордону призводитимуть до зниження дефіциту РПО. Вважається, що останній ефект є більш вагомим. Однак для України не менш важливим є

Таблиця 1

Порівняльний аналіз оцінок коефіцієнтів економетричних моделей у окремих роботах

	Чінн та Прасад	Рахман	CGER методологія (МВФ)	EBA-lite методологія (МВФ)
Сальдо державного бюджету	0.31	0.39	0.19	0.527*
Інші змінні політики				0.546
ЧЗА	0.05	0.04	0.02	0.009
Відносний дохід	0.04	0.03	0.02	0.103
Темпи зростання населення		-0.79	-1.22	-0.496
Частка людей похилого віку	-0.05	-0.14	-0.14	-0.27
Частка молодих людей	-0.03			
Інші демографічні показники				0.3**
Зростання ВВП	-0.05	-0.05	-0.21	-0.08
Енергетичний баланс		0.15	0.23	0.031
Фінансове поглиблення	0.03			
Умові торгівлі	0.02			
Регуляторні обмеження щодо потоків капіталу	0.01			-0.034***
Даммі Фінансовий центр		0.01	0.03	0.041
Даммі Азійська криза		0.03	0.06	
ПІІ		-0.13		
Грошові перекази		0.02		-0.094
Відношення обсягу фінансової допомоги до ВВП				-0.257
Циклічні фактори:				
Розрив ВВП				-0.134
Відношення розриву умов торгівлі до показника відкритості				0.178

*структурний фіскальний баланс (без циклічної складової), використовується як змінна політики

** швидкість старіння населення відносно частки людей похилого віку

*** відносний випуск, помножений на відкритість капіталу

Джерело: сформовано авторами на основі [6, с. 55; 7, с. 10; 10, с. 24; 11, с. 9]

й питання платоспроможності країни. Тому, скоріш за все, коефіцієнт 0.04, отриманий Рахман [11] для країн Східної Європи, є завеликим для України. Для оцінки впливу динаміки ЧЗА, як і у випадку з дефіцитом бюджету на основі експертного узгодження, було вирішено його відкалібрувати згідно з методологією CGER (а саме 0.02).

Ще один поширений підхід визначення прийняттого рівня РПО – підхід зовнішньої стійкості. Він базується на визначенні дефіциту РПО (*CA*, Current Account) як причини збільшення чистих зовнішніх зобов'язань (*NFL*, Net Foreign Liabilities) або зменшення ЧЗА (*NFA*, Net Foreign Assets). З урахуванням наведених вище позначень отримаємо, що:

$$CA_t = NFL_t - NFL_{t-1} = -(NFA_t - NFA_{t-1}). \quad (3)$$

Відповідно, дефіцит РПО вважається прийнятним, якщо він не наражає на небезпеку платоспроможність країни, тобто іншими словами, не веде до надмірного накопичення зовнішніх зобов'язань. Більш детально методика розрахунків викладена у роботі Ніколайчука С. та Шапо-

валенко Н. [3]. Отже, оцінювання прийняттого рівня РПО за підходом зовнішньої стійкості було проведено за формулою:

$$ca_t^S = -p(nfa_{t-1} - nfa^S) + \frac{n_t}{(1+n_t)} nfa_{t-1}, \quad (4)$$

де малі літери означають розмір показників у % до ВВП, а n_t – номінальні темпи зростання ВВП у доларовому еквіваленті.

Ще один найпростіший з методів оцінки прийняттого рівня РПО базується на його визначенні як такого, який інвестори мають бажання фінансувати. Оскільки прямі іноземні інвестиції (ПІІ) зазвичай розглядаються як найбільш стабільна форма припливу капіталу та фактор зростання потенціалу економіки, то прийнятний рівень РПО є таким, який фінансується саме за допомогою ПІІ (*FDI*):

$$ca_t^S = fdi_t, \quad (5)$$

де аналогічно до формули (4) малі літери означають розмір показників щодо ВВП.

Підсумовуючи, слід зазначити, що розглянуті підходи визначення прийняттого рівня рахунку поточних операцій доповнюють один одного та враховують різні його аспекти. Відповідно, важливим для прийняття управлінських рішень є поглиблений порівняльний аналіз результатів оцінювання прийняттого рівня РПО для України за допомогою різних підходів.

На рис. 1 наведено динаміку прийняттого рівня РПО за підходом Рахман та внески основних факторів, які її формують. Отримане прийнятне значення дефіциту РПО в середньому дорівнює 4 % від ВВП (протягом 2005–2016 рр.). У 2014 році спостерігалось скорочення

прийняттого рівня до 0,3 % від ВВП внаслідок різкого зниження демографічних показників. Зниження показника населення на 5 % у 2014 відбулось через військовий конфлікт на сході країни та анексію Криму. З рис. 1 можна побачити, наскільки вагомим для цього підходу є фактор демографічних показників. Аналогічний висновок отримано в роботі Рахман для країн Східної Європи. Одним із можливих пояснень цього явища, як для України, так і для країн Східної Європи, є те, що наявність високої частки населення, що старіє (порівняно з країнами Азії), призводить до зниження обсягів заощаджень, а отже, до більш високого дефіциту РПО.

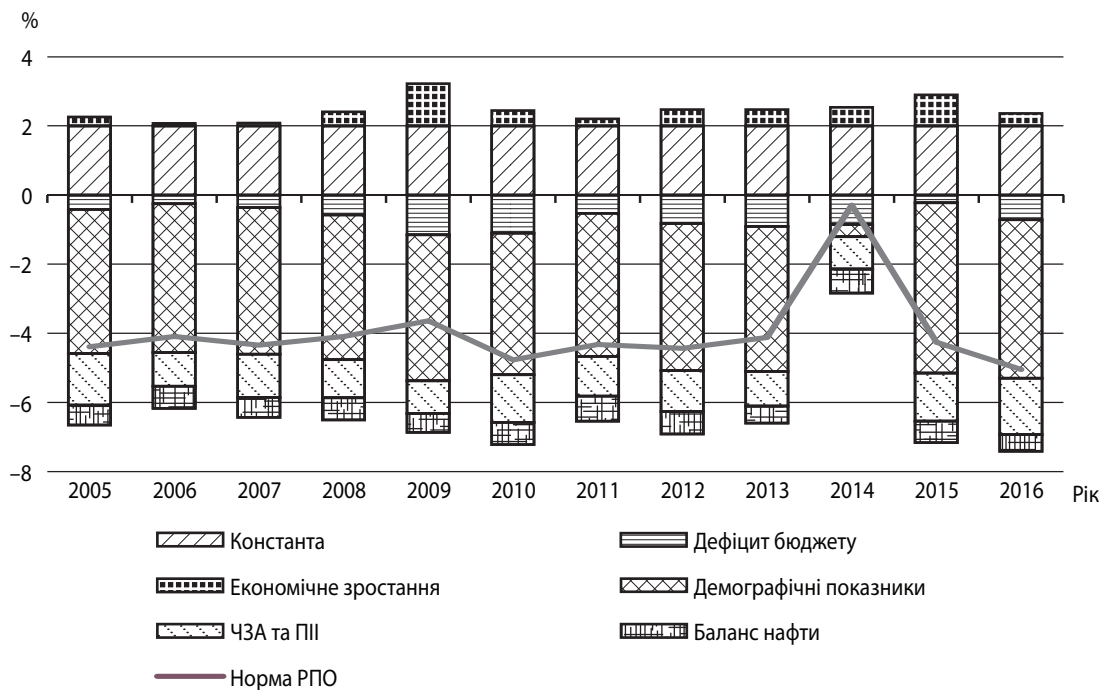


Рис. 1. Норма РПО у % до ВВП за методологією Рахман

Джерело: сформовано авторами, НБУ, МВФ, ДССУ

На рис. 2 зображено оцінку норми РПО за новою методологією МВФ ЕВА-lite. Отримане прийнятне значення дефіциту РПО знаходиться на рівні 3 % від ВВП (середнє протягом 2005–2015 рр.). Визначальними чинниками були демографічні показники, а також чинники політики. У 2015 році норма РПО наблизилась до нуля завдяки додатному розриву структурного фіскального балансу. На 2016 рік норма дефіциту оцінена у 1,8 % від ВВП.

Як можна побачити на графіку, порівняно зі старою методологією додавання нової компоненти, а саме чинників політики, призводить до того, що оцінка норми за параметрами рівняння Рахман та нова оцінка МВФ суттєво відрізняються, оскільки остання є більш волатильною. Однак якщо ігнорувати внесок чинників політики, коливання норми МВФ після кризи 2008 року є мінімальними, а результати за останні два роки виглядають більш близькими з нормою Рахман. Отже, можна зробити висновок, що чинники політики суттєво впливають на коливання норми РПО.

Для отримання оцінки прийняттого рівня за підходом зовнішньої стійкості важливим питанням є вибір ці-

льового рівня ЧЗА. Було вирішено, аналогічно до роботи А. Арістовнікі [12], використати середнє значення рівня зовнішніх активів (рис. 3).

Оскільки з 2012 року рівень ЧЗА різко зменшився, на періоді оцінювання було використано два середні значення – для періоду 2001–2012 рр. та 2013–2016 рр. Також на рис. 4 зображено рівні ЧЗА (середнє протягом 2013–2016 рр.) у країнах, для яких розраховуються показники зовнішньої стійкості за методологією ЕВА та ЕВА-lite. Слід зазначити, що рівень ЧЗА в Україні дуже схожий з більшістю сусідніх країн: Польщею, Туреччиною, Румунією, Білоруссю.

Для оцінювання прийняттого рівня на основі підходу зовнішньої стійкості розглянуто декілька варіантів показників темпів зростання потенційного ВВП: оцінені за допомогою фільтра Калмана у кварталній макроекономічній моделі FQPM [13] та за допомогою фільтра Годріка-Прескота, а також ковзні середні значення темпів зростання протягом 3 та 5 років. Прогнозні дані ВВП у 2016 році взято з кварталного інфляційного звіту Національного банку України [13].

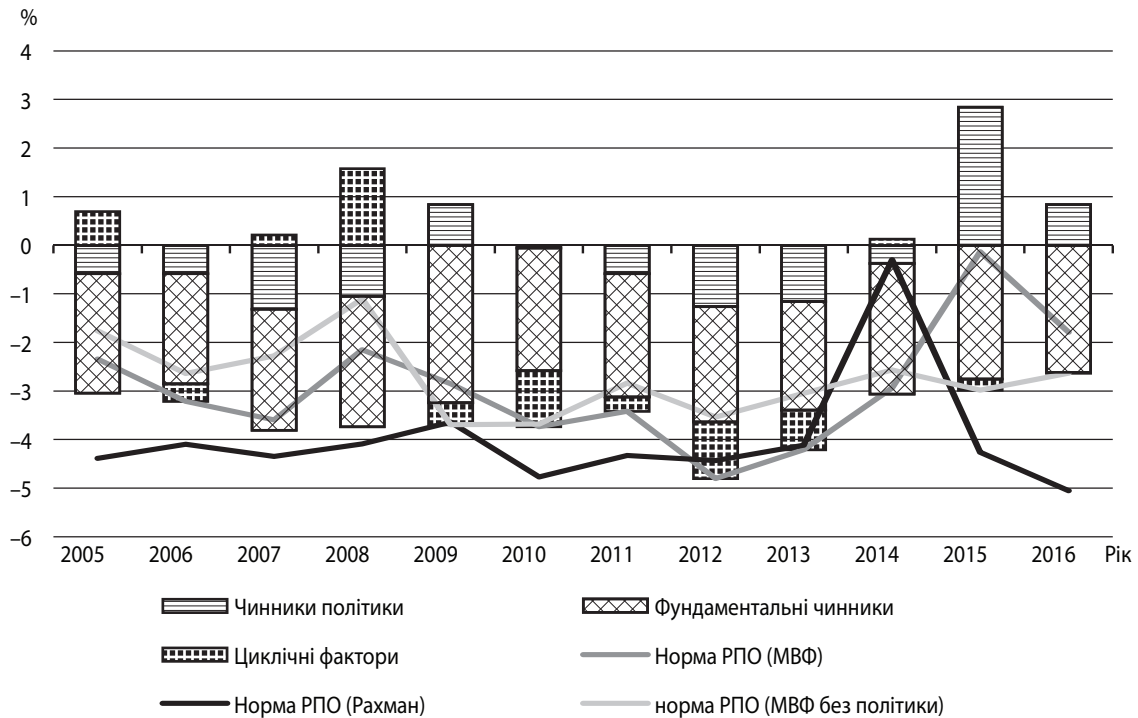


Рис. 2. Норма РПО у % до ВВП, порівняння за методологією МВФ та Рахман

Джерело: сформовано авторами, НБУ МВФ, ДССУ

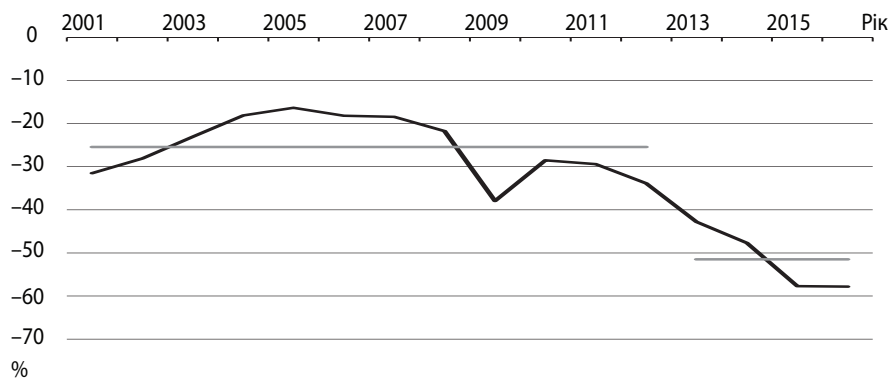


Рис. 3. Рівень чистих зовнішніх активів у % від ВВП та його цільове значення

Джерело: сформовано авторами, НБУ

Результати, наведені на рис. 5, демонструють, що максимальний прийнятний дефіцит РПО спостерігався у 2005–2007 рр., як унаслідок того, що ЧЗА були значно нижче цільового рівня, так і через високі темпи зростання тренду номінального ВВП у доларах США. З 2006 року розпочинається падіння трендових темпів зростання номінального ВВП, а згодом, унаслідок погіршення зовнішньої позиції, зменшується внесок ЧЗА у формування цільового дефіциту. У 2009 році падіння ВВП і реальна девальвація гривні призвели до необхідності коригування РПО. За результатами підходу зовнішньої стійкості для повного нівелювання цих негативних факторів було необхідно формування профіциту РПО у розмірі 0,6 % від ВВП.

У результаті відновлення зростання потенційного ВВП з 2010 року прийнятний рівень сальдо РПО посту-

пово знизився до -4,3 % від ВВП у 2013 році. Однак уже у 2014 році, аналогічно до 2009 року, прийнятний рівень знов став профіцитним та у 2015 році сягнув 11,0 % від ВВП.

Отриманий результат вказує на те, що під час економічної кризи дефіцит РПО є неприйнятним з точки зору можливості обслуговування країною своїх зовнішніх зобов'язань. Слід зазначити, що у 2016 році прийнятний рівень за підходом зовнішньої стійкості все ще є профіцитним. Поступове відновлення темпів економічного зростання у найближчі роки повинно привести до повернення прийнятного рівня РПО до дефіциту.

За підходом, що базується на фінансуванні дефіциту РПО за допомогою ПП, розрив РПО, який є різницею між поточним значенням РПО та його прийнятним рівнем,

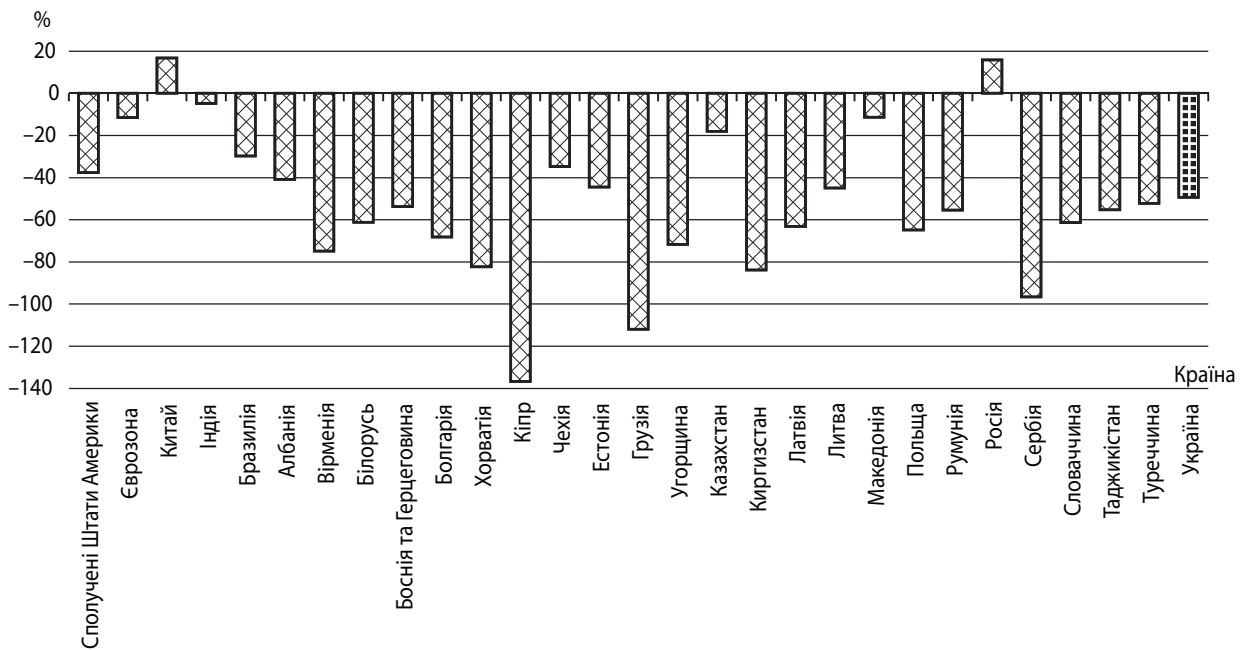


Рис. 4. Порівняння цільового значення чистих зовнішніх активів у % до ВВП для України з середнім рівнем чистих зовнішніх активів у обраних країнах у період 2013–2015 років

Джерело: сформовано авторами, МВФ

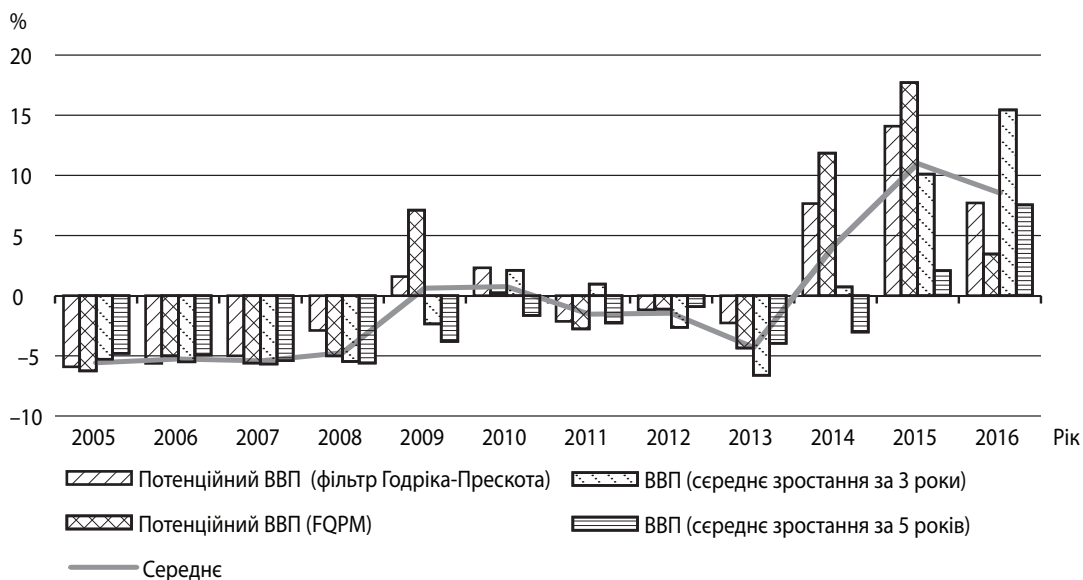


Рис. 5. Прийнятний рівень РПО у % до ВВП за методом зовнішньої стійкості

Джерело: сформовано авторами, НБУ, ДССУ

дорівнює показнику широкого базового балансу. Як видно з рис. 6, найбільший дефіцит широкого базового балансу спостерігався перед кризами 2008 року та 2014 року внаслідок значного розширення дефіциту РПО. Чисті надходження ПШ були недостатніми для повного покриття відпливу за РПО, що сигналізувало про накопичення зовнішніх дисбалансів в економіці та відповідну потребу їх швидкого коригування.

Фінальною оцінкою прийняттого рівня РПО для України є ряд ковзного трирічного середнього значення

щодо прийнятного рівня дефіциту за різними методами (рис. 7). Середнє значення прийнятного рівня РПО протягом 2005-2016 років становить -2,5 %, такий дефіцит у цілому нижчий, ніж у країнах Східної Європи, однак на рівні країн Азії. Отже, оцінка узгоджується з міжнародним досвідом і відображає особливості української економіки. Слід зазначити, що під час двох економічних криз в Україні прийнятний рівень РПО набував профіцитних значень за рахунок складової, обчисленої за методом зовнішньої стійкості. Як було зазначено вище, це означає, що під час

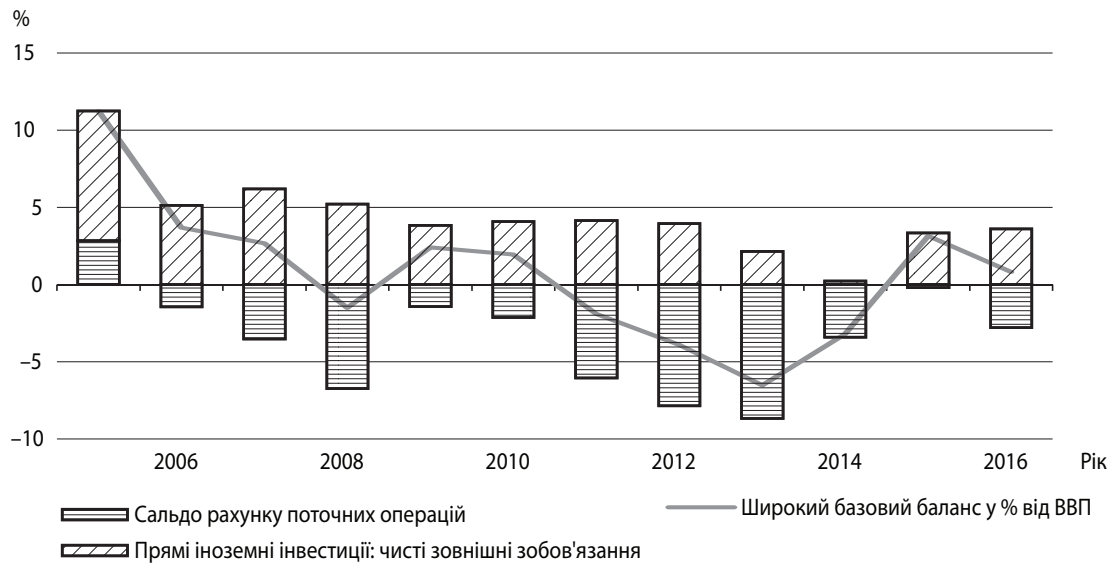


Рис. 6. Прийнятний рівень РПО у % до ВВП за методом фінансування ПІІ

Джерело: сформовано авторами, НБУ

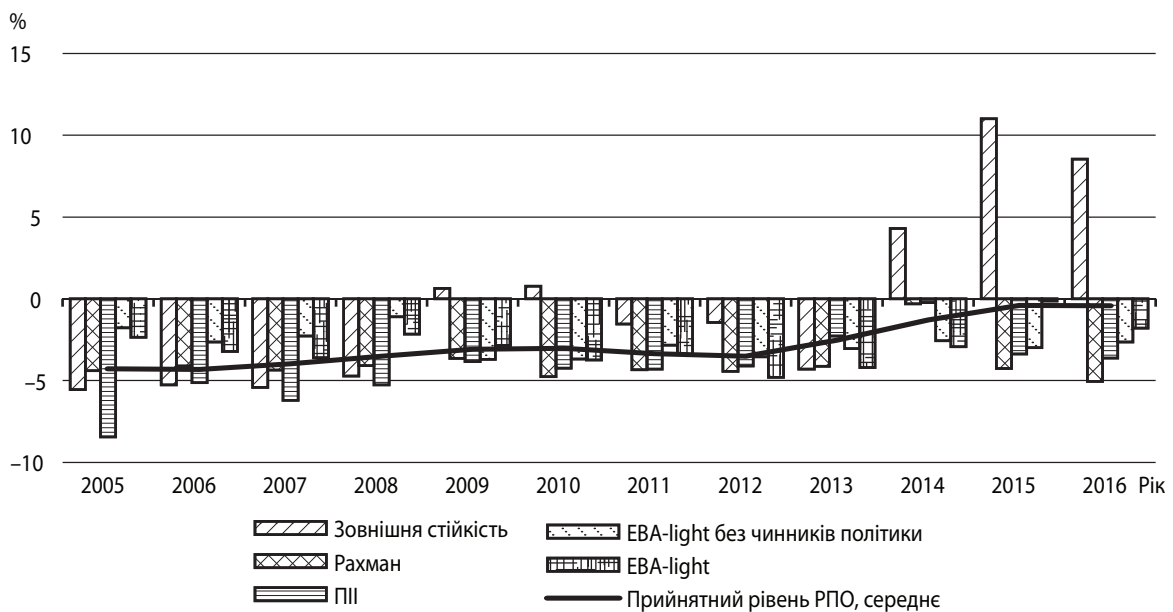


Рис. 7. Прийнятний рівень РПО у % до ВВП за різними методами

Джерело: сформовано авторами, [7; 8; 10; 11]

економічної кризи дефіцит РПО є неприйнятним з точки зору можливості обслуговування країною своїх зовнішніх зобов'язань.

Надалі проаналізовано динаміку розриву РПО, який характеризує величину зовнішніх дисбалансів в економіці України.

Протягом останнього десятиріччя дефіцит РПО двічі перевищував свій прийнятний рівень. Вперше це відбулось у 2008 році, в основному, внаслідок глобальної фінансової кризи (хоча мав місце й перегрів вітчизняної економіки). Другий епізод був більш тривалим, крім того, внутрішні чинники зіграли важливу роль у накопиченні зовнішніх дисбалансів. Неприйнятний дефіцит досяг

максимуму у 2013 році перед потрійною кризою в Україні (макроекономічною, кризою платіжного балансу та банківського сектора), яка була підсилена військовим конфліктом на сході країни, втратою значної частини виробничого потенціалу, а також взаємними обмеженнями у торгівлі з Росією. Крім того, з 2014 року почали погіршуватись умови торгівлі, а анексія Криму позначились на зниженні експорту послуг, особливо туризму та транспорту. Тому в таких умовах перехід до режиму таргетування інфляції та відмова від фіксованого обмінного курсу гривні були логічними та довгоочікуваними кроками з боку центрального банку, що дозволили значно скоротити дефіцит РПО.

Історичні події останнього десятиріччя свідчать про те, що проведення середньострокової економічної політики потребує дуже обережного підходу для балансування між зовнішніми та внутрішніми цілями.

Інтерпретація зв'язку між внутрішньою та зовнішньою рівновагами отримала відображення в діаграмах Свона. На рис. 8 наведено діаграму Свона у координатах «розрив ВВП / розрив РПО». Рисунок поділений на чотири квадранти, які відповідають таким випадкам:

- 1) від'ємний розрив РПО та від'ємний розрив ВВП (нижчий від природного рівень доходу / безробіття);
- 2) додатний розрив РПО та від'ємний розрив ВВП (нижчий від природного рівень доходу / безробіття);
- 3) додатний розрив РПО та додатний розрив ВВП (інфляція, перегрів економіки);
- 4) від'ємний розрив РПО та додатний розрив ВВП (інфляція, перегрів економіки).

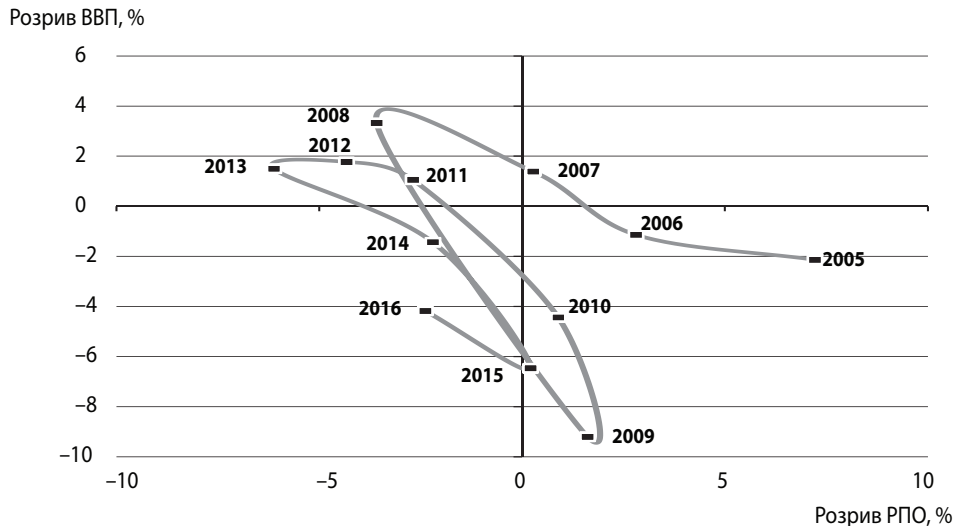


Рис. 8. Аналіз зовнішніх і внутрішніх дисбалансів, діаграма Свона

Джерело: сформовано авторами

Слід зазначити, що використання інструментів політики для цілей внутрішнього балансування може протирічити цілям зовнішнього балансування і навпаки. Наприклад в умовах рецесії та дефіциту поточного рахунку (1 випадок) цілком зрозуміло, що економіка потребує стимулювання, однак не зрозуміло яка фіскальна політика буде правильною. Так, фіскальна експансія (стимулююча фіскальна політика) може відновити внутрішню рівновагу, однак призведе до ще більшого зростання дефіциту поточного рахунку. Подібний сценарій подій відбувся в Україні протягом 2009–2013 рр., а саме: експансивна фіскальна політика (у 2009–2010 рр. дефіцит сектора загальнодержавного управління становив близько 6 % від ВВП) призвела до коригування внутрішніх дисбалансів та водночас значно розширила зовнішні дисбаланси. Тобто дуже важливо, щоб процеси корекції зовнішніх і внутрішніх дисбалансів були узгоджені між собою.

В цілому на рис. 8 видно, що у переважній більшості випадків українська економіка потребувала коригування або внутрішнього, або зовнішнього дисбалансу, що унеможливило використання однакових інструментів для їх усунення. Заходи зниження від'ємного розриву РПО призводили до збільшення розриву ВВП, і, навпаки, політика усунення внутрішніх дисбалансів з часом призводила до накопичення зовнішніх. Це свідчить про можливу недооцінку всіх зовнішніх або внутрішніх аспектів під час впро-

вадження інструментів політики, що додатково ускладнювалося двома дуже потужними кризами.

Висновки. У статті було здійснено оцінку прийнятності дефіциту РПО України, яка базувалася на аналізі макропоказників, показників зовнішньої стійкості, а також розміру надходжень прямих іноземних інвестицій. За нашими оцінками, середній прийнятний рівень дефіциту поточного рахунку за всіма трьома методами протягом 2005–2016 років становив близько 2,5 % від ВВП, що менше, ніж у країнах Східної Європи, однак подібний до країн Азії. Найбільший розрив рахунку поточних операцій спостерігався саме перед кризами: у 2008 році та у 2012–2013- роках, коли такий розрив перевищував 3,5 % від ВВП. Це сигналізувало про накопичення зовнішніх дисбалансів, які потребували подальшого коригування за допомогою інструментів макро-економічної політики.

Однак вибір таких інструментів повинен бути дуже обережним і враховувати також досягнення цілей внутрішньої рівноваги. Зв'язок між внутрішньою та зовнішньою рівновагами був проаналізований за допомогою діаграми Свона. На ній було показано, що у більшості випадків українська економіка потребувала коригування або внутрішнього, або зовнішнього дисбалансу, що унеможливило використання однакових інструментів для їх усунення.

Таким чином, поточна конфігурація розривів ВВП та РПО для більшості країн світу, у тому числі для Укра-

їни, передбачає компроміси у виборі політики в коротко-строгому періоді. Ці проблеми у багатьох випадках посилюються відсутністю простору для більш жорсткої фінансової та монетарної політики. У цих умовах визначальна роль економічної політики держави має бути націлена на регулювання балансу зовнішньої торгівлі, що передбачає як пошук узгоджених варіантів макроекономічних заходів монетарного та фінансового характеру, так і впровадження необхідних структурних перетворень.

ЛІТЕРАТУРА

1. Моделі ідентифікації макроекономічних дисбалансів в Україні: кол. монографія/за ред. М. І. Скрипниченко. Київ: НАН України; ДУ «Інститут економіки та прогнозування» НАН України, 2015. 544 с.
2. Лук'яненко І. Г. Оцінка ймовірності настання кризових явищ в фінансовому секторі України. *Бізнес Інформ*. 2011. № 5. С. 50–54.
3. Ніколайчук С., Шаповаленко Н. Дефіцит поточного рахунку платіжного балансу: оцінка прийнятності рівня для України. *Економіка і прогнозування*. 2010. № 2. С. 74–87.
4. Ніколайчук С., Шаповаленко Н. Аналіз стійкості дефіциту поточного рахунку платіжного балансу України. *Вісник Національного банку України*. 2010. № 9. С. 11–20.
5. Milesi-Ferretti G., Razin A. Sustainability of Persistent Current Account Deficits. *National Bureau of Economic Research*. 1996. № 5467. 33 p.
6. Chinn M. D., Prasad E. S. Medium-term determinants of current accounts in industrial and developing countries: An empirical exploration // *International Monetary Fund Working Paper*, Washington D.C., WP/00/46, 2000. P. 47–76.
7. Methodology for CGER Exchange Rate Assessments // *International Monetary Fund*, Research Department, Washington D.C., 2006. № 06/283. 40 p.
8. Phillips S. The External Balance Assessment (EBA) Methodology // *International Monetary Fund Working Paper*, Research Department, WP/13/272, Washington D.C., 2013. 68 p.
9. External Sector Report/IMF staff // *International Monetary Fund Policy Paper*, Washington D.C., 2016. 39 p.
10. Methodological note on EBA-lite/IMF staff // *International Monetary Fund Policy Paper*, Washington D.C., 2016. 33 p.
11. Rahman J. Current Account Developments in New Member States of the European Union: Equilibrium, Excess, and EU-Phoria // *International Monetary Fund Working Paper*, WP/08/92, Washington D.C., 2008. 34 p.
12. Aristovnik A. Current account sustainability in selected transition countries // *William Davidson Institute at the University of Michigan*. 2006. № 844. 22 p.
13. Інфляційний звіт // Національний банк України: офіс. інтернет-представництво. URL: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=38926387>

REFERENCES

- Aristovnik, A. «Current account sustainability in selected transition countries» *William Davidson Institute at the University of Michigan*, no. 844 (2006).
- Chinn, M. D., and Prasad, E. S. «Medium-term determinants of current accounts in industrial and developing countries: An empirical exploration» *International Monetary Fund Working Paper*, Washington D.C., WP/00/46 (2000): 47–76.
- «External Sector Report» *International Monetary Fund Policy Paper*, Washington D.C. (2016).
- «Inflatsiynyi zvit» [Inflation report]. *Natsionalnyi bank Ukrainy: ofits. internet-predstavnytstvo*. <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=38926387>.
- Lukianenko, I. H. «Otsinka imovirnosti nastannia kryzovykh yavlyshch v finansovomu sektori Ukrainy» [Assessment of the probability of occurrence of crisis phenomena in financial sector of Ukraine]. *Biznes Inform*, no. 5 (2011): 50–54.
- Milesi-Ferretti, G., and Razin, A. «Sustainability of Persistent Current Account Deficits» *National Bureau of Economic Research*, no. 5467 (1996).
- «Methodology for CGER Exchange Rate Assessments» *International Monetary Fund, Research Department, Washington D.C.*, no. 06/283 (2006).
- «Methodological note on EBA-lite» *International Monetary Fund Policy Paper*, Washington D.C. (2016).
- Modeli identyfikatsii makroekonomichnykh dysbalansiv v Ukraini* [Model identify macroeconomic imbalances in Ukraine]. Kyiv: NAN Ukrainy; DU «Instytut ekonomiky ta prohnozuvannia» NAN Ukrainy, 2015.
- Nikolaichuk, S., and Shapovalenko, N. «Defitsyt potochnoho rakhunku platizhnoho balansu: otsinka pryiniatnoho rivnia dlia Ukrainy» [The current account deficit of the balance of payments: assessment of the acceptable level for Ukraine]. *Ekonomika i prohnozuvannia*, no. 2 (2010): 74–87.
- Nikolaichuk, S., and Shapovalenko, N. «Analiz stiiokosti defitsytu potochnoho rakhunku platizhnoho balansu Ukrainy» [The analysis of the sustainability of the current account deficit of the balance of payments of Ukraine]. *Visnyk Natsionalnoho banku Ukrainy*, no. 9 (2010): 11–20.
- Phillips, S. «The External Balance Assessment (EBA) Methodology» *International Monetary Fund Working Paper*, Research Department, WP/13/272, Washington D.C. (2013).
- Rahman, J. «Current Account Developments in New Member States of the European Union: Equilibrium, Excess, and EU-Phoria» *International Monetary Fund Working Paper*, WP/08/92, Washington D.C. (2008).