

УДК 336.761:330.43

JEL: O11, L16, C52

DOI: <https://doi.org/10.35774/visnyk2020.02.121>

**Ірина ЧИРАК,**

кандидат економічних наук,

доцент кафедри економіки та економічної теорії,

Тернопільський національний економічний університет,

вул. Львівська, 11, м. Тернопіль, Україна, 46000

e-mail: [chyрак.iryна@gmail.com](mailto:chyрак.iryна@gmail.com)

ORCID ID: <http://orcid.org/0000-0003-1593-7042>

## ЧИННИКИ ФІНАНСОВОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ В УКРАЇНІ

Чирак І. Чинники фінансової нестабільності в Україні. *Вісник Тернопільського національного економічного університету*. 2020. Вип. 2. С. 121–134. DOI: <https://doi.org/10.35774/visnyk2020.02.121>

Chyrak, I. (2020). Chynnyky finansovoi nestabilnosti v Ukraini [The factors of financial instability in Ukraine]. *The Herald of Ternopil National Economic University*, Vol. 2. P. 121–134. DOI: <https://doi.org/10.35774/visnyk2020.02.121>

### **Анотація**

**Вступ.** Економіка України функціонує в умовах підвищеної фінансової нестабільності, явища якої мають глобальний характер і притаманні економікам більшості країн світу. Найбільші втрати від фінансової нестабільності притаманні Україні, що робить актуальним дослідження чинників, які зумовлюють фінансову нестабільність і спричиняють масштабні втрати ВВП України.

**Мета:** узагальнити теоретичні підходи до визначення чинників фінансової нестабільності, оцінки їхніх негативних наслідків на економічну динаміку та виявити ключові чинники фінансової нестабільності в Україні.

**Методи дослідження.** Методичною основою дослідження є загальнонаукові та економіко-статистичні методи: аналіз, синтез, індукція та дедукція, табличний і графічний методи – для дослідження чинників виникнення фінансової нестабільності та величини втрат економіки; абстрактно-логічний та економіко-математичний – для визначення впливу фінансової нестабільності та динаміку ВВП; позитивний і нормативний – для дослідження світового досвіду з подолання фінансової нестабільності.

© Ірина Чирак, 2020.

**Результати.** Розглянуто чинники, які породжують нестабільність в економіці України та встановлено сильний дестабілізаційний вплив екзогенних чинників на економічну динаміку. Виявами підвищеної фінансової нестабільності є хронічна девальвація гривні, циклічні сплески інфляції та фінансово-економічні кризи. З'ясовано, що значні спади виробництва відбуваються під впливом чинників, зумовлених загостреннями в економіці країн, що є важливими торговельними і фінансовими партнерами України та негативної кон'юнктури світових цін на сировинних ринках. У результаті високої відкритості української економіки динаміка зовнішньоторговельних операцій сприяє або гальмує зростання ВВП.

Обґрунтовано, що ключовим чинником фінансової нестабільності в Україні є структурна і виробнича недосконалість, що зумовлює фінансову залежність економіки від коливань світових цін на сировину, яка становить вагому частку у ВВП і є основним експортним товаром. Для забезпечення сталого економічного зростання і фінансової стабільності необхідно змінити виробничу спеціалізацію у бік нарощування випуску й експорту продукції з високою доданою вартістю.

**Перспективи.** Перспективність здійснення подальших досліджень полягає в аналізі та оцінюванні структурних недоліків української економіки, що породжують її високу залежність від світової кон'юнктури та вироблення рекомендацій, спрямованих на досягнення фінансової стабільності та економічного зростання.

Ключові слова: бюджетний дефіцит; державний зовнішній борг; міжнародні резерви; доларизація економіки; монетарна політика; інфляція; світові ціни; структура економіки

Рис.: 1, табл.: 1, бібл.: 14.

## Abstract

Iryna CHYRAK

## FACTORS OF FINANCIAL INSTABILITY IN UKRAINE

**Introduction.** The Ukrainian economy functions in conditions of increased financial instability. Its phenomena are global and inherent for the economies of most countries in the world. The greatest losses from financial instability are inherent for Ukraine, which makes it relevant to study the factors that cause financial instability and cause large losses of Ukraine's GDP.

**The purpose of the article** is to generalize theoretical approaches to determining the factors of financial instability, assess its negative effects on economic dynamics and identify key factors of financial instability in Ukraine.

**Methods.** The methodological basis of the research is the general scientific and economic and statistical methods as analysis, synthesis, induction and deduction, tabular and graphical methods in order to study the factors of financial instability and the amount of economic losses; abstract and logical, and economic and mathematical methods – to determine the impact of financial instability and GDP dynamics; positive and normative methods – to explore the world's experience in overcoming financial instability.

**Results.** The factors that give rise to instability of the Ukrainian economy and the strong destabilizing influence of exogenous factors on the economic dynamics have

*been considered. Chronic hryvnia devaluation, cyclical inflation spikes and financial and economic crises are manifestations of increased financial instability. It has been found that significant declines in production occur under the influence of factors caused by the exacerbations in the economies of countries, which are important trading and financial partners of Ukraine and the negative situation in world commodity prices. The dynamics of foreign trade operations contributes to or slows down GDP growth due to the high openness of the Ukrainian economy.*

*It has been justified that the key factor of financial instability in Ukraine is structural and production imperfection. It gives rise to financial dependence of the economy on fluctuations in world commodity prices which is a significant share of GDP and is a major export commodity. It is necessary to change the production specialization towards increasing the output and export of high value-added products in order to ensure sustainable economic growth and financial stability.*

**Discussion.** *The prospect of further research is to analyze and evaluate the structural defects of the Ukrainian economy, which give rise to its high dependence on the global economic environment and to make recommendations aimed at achieving financial stability and economic growth.*

*Keywords: budget deficit; public external debt; international reserves; dollarization of the economy; monetary policy; inflation; world prices; structure of the economy.*

**Fig.: 1, tabl.: 1, bibl.: 14.**

**Постановка проблеми.** Висока залежність української економіки від зовнішніх впливів та накопичені внутрішні ризики зробили її вкрай нестійкою і підвладною ризикам. Системний характер наявних ризиків, пов'язаних з викривленою структурою економіки, слабкістю її ресурсного потенціалу, надмірною залежністю від зовнішніх фінансових і товарних ринків, кон'юнктури світових цін на сировинні ресурси, характеру монетарної політики провідних центральних банків країн світу потребують комплексного підходу до визначення шляхів забезпечення фінансової стабільності в Україні.

Масштаби та наслідки фінансово-економічних криз, які є виявом реалізації критичного загострення фінансової нестабільності, стають все більш руйнівними і непередбаченими для економіки України. Тому особливу увагу потрібно приділити виявленню ключових чинників, які породжують фінансову нестабільність у вітчизняній економіці, та знайти шляхи мінімізації їхнього негативного впливу на економічні процеси.

**Аналіз останніх досліджень та публікацій.** Проблеми визначення сутності і чинників фінансової нестабільності досліджували такі зарубіжні вчені, як Б. Бернанке, К. Боріо, Дж. Вільямсон, Г. Кальво, Г. Камінські, Х. Мінські, Ф. Мішкін, К. Рейхард, Е. Роуз, І. Фішер, Д. Харді. Серед вітчизняних науковців у цьому напрямі працюють О. Барановський, В. Геєць, Я. Жалило, В. Козюк, С. Кораблін, В. Міщенко, Є. Перелигін, В. Сіденко, М. Скрипниченко, В. Шелудько, С. Шумська. Водночас, як свідчить аналіз результатів досліджень, досі відсутнє комплексне виявлення основних чинників виникнення та посилення фінансової нестабільності в Україні та бачення шляхів її подолання і мінімізації негативних наслідків.

**Метою дослідження** є узагальнення теоретичних підходів до визначення чинників, що породжують фінансову нестабільність, виявлення основних чинників фінансової нестабільності в Україні та їхнього негативного впливу на економічну динаміку, обґрунтування шляхів мінімізації їхнього негативного впливу на вітчизняну економіку.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** В останні два десятиріччя економіка України функціонує в умовах підвищеної фінансової нестабільності, найбільшими виявами якої були системні фінансові кризи у 1998–1999 рр., 2008–2009 рр. і 2014–2015 рр. Ці кризи супроводжувалися різким стискуванням фінансових можливостей приватного і державного секторів та втратою ними нормального доступу до міжнародних фінансових ринків, посиленням залежності від зовнішніх офіційних кредитів, кредиторів та умов їхніх позик, девальвацією гривні, циклічними сплесками інфляції, збільшенням безробіття, загостренням соціальної напруги та іншими негативними наслідками.

Висока залежність фінансової системи України від зовнішніх чинників зробила її дуже нестійкою і підвладною ризикам. Тому для підтримання фінансової стабільності необхідно посилити зусилля НБУ з її збереження шляхом збільшення фінансової «глибини» економіки, реструктуризації фінансової системи, зміцнення банківської системи, посилення стимулюючого характеру монетарної політики, забезпечення цінової та валютної стабільності.

На сьогодні фінансова система України зберегла основні риси докризової моделі, що функціонує на фінансових потоках від сировинного експорту, з високими системними ризиками, підвищеною волатильністю фінансових показників. Така система є вкрай нестійкою через її залежність від зовнішніх кризових явищ, найбільш загрозливими серед яких є такі: різке погіршення кон'юнктури на світових фінансових і/або товарних ринках; погіршення сальдо торговельного балансу і зменшення міжнародних резервів; розгортання кризи державних фінансів і неспроможність держави вчасно розраховуватися за свої борги [1]. Тому перед країною стоїть завдання досягти такого стану стабільності фінансової системи та запасу її міцності, які дадуть змогу протистояти негативним економічним шокам.

Переважно науковці і дослідники, насамперед міжнародних фінансових інституцій (МВФ, ЄБ) вважають, що причиною фінансової нестабільності в Україні і всіх наступних негараздів є надмірне державне споживання, яке призводить до непродуктивних витрат у всіх секторах національної економіки, чим підвищує її внутрішню нестійкість та вразливість. На їхню думку, найкращим запобіжником для недопущення фінансової нестабільності, виступають суворі бюджетні обмеження, зокрема бюджетного дефіциту та боргових зобов'язань. В концепції Вашингтонського консенсусу, сформульованому Дж. Вільямсоном у вигляді 10 правил успішної економічної політики, умовами дотримання фінансової стабільності вважаються забезпечення бюджетної дисципліни, раціоналізація державних видатків, спрощення системи оподаткування (у т. ч. зниження податкових ставок та розширення їхньої бази), фінансова лібералізація, уніфікація обмінного курсу, лібералізація торгівлі, відкритість економік для прямих іноземних інвестицій, приватизація, дерегулювання, захист прав власності [2].

В Україні цих правил переважно дотримуються. Проте фінансова нестабільність залишається притаманною рисою протягом тривалого періоду часу, а глибина економічного спадання упродовж двох останніх криз була однією з найбільших у світі. Під час кризи 2008–2009 рр. ВВП України зменшився на 14,8%, а у 2014–2015 рр. – на 15,0%. Закономірно постає питання, в чому ж криються причини, що викликають такі потрясіння?

В науковій економічній літературі серед головних чинників фінансової нестабільності виокремлюють бюджетний дефіцит і державний борг. Так, на переконання Дж. Вільямсона, бюджетний дефіцит є наслідком не економічної логіки, а «відсутності політичної мужності узгоджувати витрати з доходами» і його рівень не може перевищувати 1-2% ВВП, щоб не підвищувалося співвідношення державного боргу до ВВП [3]. З часом погляди на кількісні обмеження максимального рівня бюджетного дефіциту, як і державного боргу, змінилися. Маастрихтським договором були змінені параметри (рівень бюджетного дефіциту – 3% ВВП і рівень державного боргу – 6% ВВП), які є допустимою умовою для забезпечення сталого зростання як всього Європейського Союзу, так і окремих його країн [4]. Бюджетним кодексом України граничний рівень державного боргу визначено на рівні 60%.

Фінансові потрясіння в Україні переважно пов'язують з її борговими зобов'язаннями. З 2008 р. всі економічні, бюджетні, фінансові та банківські кризи в країні корелюються із надмірним рівнем боргових зобов'язань – зовнішніх, державних, кредитних. Надмірні дефіцити державних фінансів та платіжного балансу вели до накопичення боргових зобов'язань, які ставали занадто обтяжливими для національної економіки у критичні моменти. Наприклад, відношення державного та гарантованого державного боргу до ВВП у період з III кварталу 2008 р. по III квартал 2009 р. збільшилося у понад три рази, валового зовнішнього боргу до ВВП – у 1,7 разу, заборгованості за банківськими кредитами до ВВП – у 1,3 разу. В цей самий період відбулося різке зниження обсягів ВВП: IV кв. 2008 р. – 7,8%, I кв. 2009 р. – 19,6%, II кв. 2009 р. – 17,3%, III кв. 2009 р. – 15,7%. Подібна ситуація повторилася і під час кризи 2014–2015 рр.: з III кв. 2014 р. по I кв. 2015 р. рівень боргового навантаження на ВВП зріс: за державним та гарантованим державою боргом – у 2,3 разу, валового зовнішнього боргу – у 2,25 разу, заборгованості за банківськими кредитами – у 1,15 разу. Спадання реального ВВП тривало протягом двох років, а найбільше зниження припало на I кв. 2015 р. – 16%. На основі динаміки цих показників зроблено висновки, що надмірні дефіцити державних фінансів та платіжного балансу призвели до накопичення боргових зобов'язань, які виявилися занадто обтяжливими і викликали кризу.

На нашу думку, твердження про те, що державний борг України був однією із головних причин фінансової кризи у 2008 р., є сумнівним, оскільки напередодні кризи 2008–2009 рр. рівень державного та гарантованого державного боргу становив всього 9% ВВП (III кв. 2008 р.). Очевидно, що за таких параметрів державний борг не міг спровокувати фінансову кризу, яка призвела до зниження обсягів реального ВВП України на 14,8% у 2009 р. Водночас рівень валового зовнішнього боргу України перед самим початком кризи (III кв. 2008 р.) був значно вищим – 54,3% ВВП, проте його величина була нижча гранично допустимого рівня державного боргу (60%), визначеного Маастрихтським договором і Бюджетним кодексом України. Водночас

у структурі зовнішнього боргу України лєвова частка припадала на приватні борги (88,6%) та довгострокові зобов'язання (80,9%).

Для визначення безпечного рівня зовнішнього боргу згідно з традиційним підходом здійснюється аналіз його обсягу щодо обсягу наявних джерел покриття, а саме: ВВП, експортних надходжень, доходів державного бюджету, міжнародних резервів. Акцентується увага на тому, що збільшення обсягів боргових зобов'язань не має випереджати динаміку ресурсів для їхнього покриття. Провести такий аналіз доволі складно через надто широкий діапазон показників безпеки зовнішнього боргу і їх гранично допустимих значень в різних країнах світу. З метою спрощення аналізу Світовий банк рекомендує використати граничний індекс, який розраховується шляхом прив'язки показників чистої приведеної вартості (NPV) зовнішнього боргу до оцінювання інституційної та політичної спроможності обраної країни (CPIA, Country Policy and Institutional Assessment) [5]. Так, країни з більш високим граничним індексом, тобто високою інституційною та політичною спроможністю (CPIA>3,75), здатні виконувати зобов'язання щодо зовнішнього боргу, NPV якого сягає до 200% від експортних надходжень та 50% ВВП. Країни з низькою спроможністю (CPIA<3,25) мають певні обмеження щодо NPV зовнішнього боргу на рівні 100% від експортних надходжень та 30% ВВП. В Україні через відсутність у національній статистиці даних про NPV зовнішнього боргу та офіційних даних щодо майбутніх планових платежів з його погашення, ускладнена незалежна оцінка NPV зовнішнього боргу України.

На сьогодні основним економічним ризиком НБУ вважає значні зовнішні виплати за державним боргом. Як свідчить світова та українська практика, державні цінні папери, емітовані в іноземній валюті, не є безризиковими. У кризові періоди девальвація національної валюти призводить до різкого зростання боргового навантаження уряду, а, отже, підвищує його кредитний ризик. Тому позитивним можна вважати зменшення частки державного і гарантованого державного боргу в іноземній валюті, яке відбулося у січні-жовтні 2019 р. на 6.1 в.п. – до 64,8%. За базовим сценарієм державний та гарантований державою борг скорочуватиметься до 50% від ВВП на кінець 2020 р. та 48% – на кінець 2021 р. [6]. У Меморандумі про взаємодію між Кабінетом Міністрів України та Національним банком України зафіксовано завдання щодо зменшення частки валютного державного боргу і переорієнтації уряду на гривневе запозичення задля забезпечення цінової стабільності.

Спроможність виконання державою своїх зовнішніх зобов'язань корелюється з її наявними міжнародними резервами. Критеріями мінімального безпечного обсягу міжнародних резервів є їхня здатність покривати трьохмісячний обсяг майбутнього імпорту або вони повинні дорівнювати 100% короткострокового боргу (критерій Грінспена-Гвідотті). Ці критерії відображають спроможність резервів забезпечити національну економіку мінімальним обсягом імпортової продукції і виконання державою короткострокових боргових зобов'язань. Здатність підтримувати стійкість грошового обігу та банківської системи у випадку значного відпливу (втечі) іноземної валюти визначається співвідношенням міжнародних резервів до грошової маси (агрегат M2). Безпечні параметри цього показника («міжнародні резерви / грошова маса») знаходяться у діапазоні 5–20% [7].

У 2011 р. МВФ запропонував здійснювати кількісне оцінювання адекватності міжнародних резервів (ARA, Assessing Reserve Adequacy) з урахуванням наявного виду валютного режиму (фіксований або плаваючий). Показник цієї оцінки розраховується як сума добутків чотирьох незалежних факторів (короткостроковий зовнішній борг, інші зовнішні боргові зобов'язання, широкі гроші, експортні надходження), кожен з яких помножений на власний коефіцієнт. У 2013 р. були внесені певні зміни у вагові коефіцієнти, зокрема підвищено на 5 в.п. коефіцієнт «Інші боргові зобов'язання» (табл. 1). Згідно з оцінкою, якщо фактичний обсяг міжнародних резервів становитиме 100–150% від розрахункової величини, то його можна вважати адекватним для потреб країни [8, с. 27].

Таблиця 1

**Фактори та вагові коефіцієнти для оцінювання адекватності міжнародних резервів (ARA, Assessing Reserve Adequacy), МВФ, 2013 р.**

Валютні режими	Фактори, вага (коефіцієнт)			
	Короткостроковий зовнішній борг, %	Інші зовнішні боргові зобов'язання, %	Грошова маса, %	Експортні надходження, %
Фіксований валютний курс	30	15	10	10
Плаваючий валютний курс	30	10	5	5

Джерело: наведено за [8; 9].

У подальших дослідженнях фахівці МВФ дійшли висновку, що коефіцієнт АРА доцільно диференціювати залежно від наявності чи відсутності контролю за рухом капіталу. За наявності такого контролю в умовах фіксованого валютного режиму ваговий коефіцієнт грошова маса (M2) потрібно зменшити з 10% до 5%, а за плаваючого режиму – з 5% до 2,5% [9, с. 21]. У 2016 р. було вказано на додаткову потребу в резервному буфері для повністю доларизованих країн з обмеженим доступом до зовнішніх фінансових ринків та для країн із сировинною економікою – на випадок згладжування негативних шоків від погіршення зовнішньої кон'юнктури. Відповідно до оцінок МВФ, у листопаді 2018 р. відношення фактичного обсягу міжнародних резервів України до їхнього адекватного обсягу становило лише 0,81 [10], тобто на 19% нижче від мінімально достатньої величини. Водночас варто зауважити, що більшість країн (60% у 2013 р.) використовує звичайні, більш прості, однак більш зрозумілі критерії – тримісячного покриття, майбутнього імпорту, Грінспена-Гвідотті та відношення до грошової маси.

Умовою досягнення фінансової стабільності виступає цільове обмеження інфляції відповідно до концепції цінової стабільності, що використовується в рамках таргетування інфляції (IT). ЄЦБ визначає цінову стабільність за приросту цін у межах, що не перевищує 2%, вважаючи, що саме така інфляція сприяє стійкому економічному зростанню та фінансовій стабільності [11]. НБУ визначає цінову стабільність за рівня споживчої інфляції у середньостроковому періоді у межах  $5 \pm 1\%$  як найбільш оптимальну для України і яка «відповідає функціональним основам української економіки на цьому етапі» та сприяє її фінансовій стабільності [12]. Запровадження

режиму інфляційного таргетування в Україні передбачає, що Національний банк повинен зосередитися насамперед на обмеженні рівня інфляції з одночасним запровадженням плаваючого курсу та валютної лібералізації. Вважається, що цей режим, спрямований на утримання сталого та низького (у встановлених межах) рівня інфляції, «створює можливості для опосередкованого впровадження контролю над курсовою динамікою гривні» [13]. Сучасна макроекономічна ситуація сприяє стабільності фінансової системи України. Головним досягненням 2019 р. є входження показника інфляції до цільового діапазону, визначеного НБУ [6, с. 4].

Вагомим чинником негативного впливу на стан фінансової стабільності в Україні виступає високий рівень доларизації економіки, який є доволі стійким протягом тривалого періоду часу (рис. 1). Протягом 2004–2019 рр. її частка у структурі залишків банківських кредитів і депозитів коливалася у діапазоні 30–60%. Навіть за наявності мінімальних валютних ризиків в умовах фіксації офіційного курсу гривні (серпень 2005 р. – квітень 2008 р., серпень 2012 р. – січень 2014 р.) вона не падала нижче 30%. Валютний ризик погіршує платоспроможність боржників у разі несприятливих подій, а банки зазнають втрат від переоцінки незарезервованих дефолтних активів. За несприятливого сценарію вони забезпечують більше половини загального зростання кредитного ризику корпоративних боржників. Особливо високим є рівень доларизації боргових зобов'язань та гарантій держави. Досягнувши свого історичного максимуму напередодні кризи 2008–2009 рр. (88%), він мав тенденцію до зменшення до 2014 р. (61%). Надалі рівень доларизації державних зобов'язань зростає і стабілізувався приблизно на рівні 70%. За наявної валютної структури суттєва девальвація гривні спроможна спричинити значне загострення боргових проблем у всіх інституційних секторах економіки: у банківських позичальників виникають проблеми з погашенням та обслуговуванням валютних кредитів; у банків – із своєчасним поверненням валютних вкладів, у держави – з її боргами, номінованими в іноземній валюті. Саме високий рівень доларизації кредитів (переважно іпотечного кредитування) на рівні близько 60% став одним із головних чинників виникнення і загострення фінансової нестабільності, яка переросла у фінансово-економічну кризу у 2008–2009 рр. та кризу 2014–2015 рр.

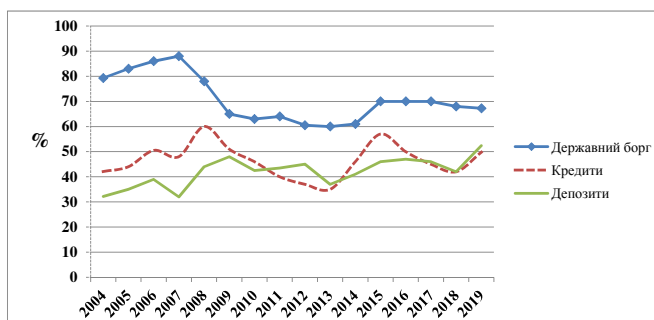


Рис. 1. Рівень доларизації банківських кредитів, депозитів та державного боргу України за період 2004–2019 рр., %

Джерело: побудовано автором за даними Національного банку України та Міністерства фінансів України.



Доларизація фінансової системи України на сьогодні все ще є високою. Частка валюти в активах та зобов'язаннях банків за друге півріччя 2019 р. зросла, банки більш охоче кредитують бізнес у валюті. У стратегії макропруденційної політики НБУ визнав, що це один із системних ризиків української економіки. У грудні 2019 р. було прийнято два важливих рішення, спрямованих на дедоларизацію банківських балансів. Норма обов'язкових резервів за коштами клієнтів в іноземній валюті буде збільшена на 10%, а за гривневими вкладами – знижена до нуля [6, с. 5].

Факторами впливу на реальний ВВП України виступають курс долара США до євро, курс гривні до долара США та рівень інфляції. Залежність обсягів реального ВВП від зазначених факторів можна розглянути як певну функцію монетарної політики ключових центральних банків світу (в частині їх впливу на глобальну ліквідність і міжнародні котирування долара США, що є складовими світового попиту на сировину) і НБУ (в частині курсової динаміки гривні та рівня інфляції). М'яка монетарна політика центральних банків провідних країн світу стимулює зростання ВВП України завдяки збільшенню попиту на сировину через підвищення глобальної ліквідності.

Для перевірки впливу монетарної політики головних країн світу на економіку України співробітниками Інституту економіки та прогнозування НАН України побудовано VAR-модель оцінювання взаємозв'язків між динамікою реального ВВП та показниками курсу гривні, інфляції, цін на експортну сировину та співвідношення курсу долара США до євро [14, с. 25–29].

Аналіз реакції величини реального ВВП на шок вказаних змінних показує, що його обсяги зростають за збільшення курсу долара США до євро (за здешевлення долара) та цін на сировинні товари, які Україна експортує. Очевидні також негативні реакції величини реального ВВП на шоки обмінного курсу гривні та промислових цін. Встановлено, що індивідуальні змінні / шоки цих факторів мають тривалий вплив на економіку (понад шість років). Кількісне оцінювання впливу чотирьох вищевказаних змінних здійснено за допомогою розрахунку декомпозиції дисперсій змінних. Встановлено, що від 65 до 40% варіації ВВП пояснюється його минулим значенням, а на вказані вище фактори припадає від 35 до 60% (упродовж 12 кварталів). Модельне оцінювання впливу на економічну динаміку в Україні на проміжку 2003–2018 рр. зазначених змінних показало найбільший вплив впродовж перших двох кварталів таких складових «композиту», як «світові ціни на сировину, що експортується Україною» і «офіційного обмінного курсу гривні до долара США» (відповідно, 20,72% та 19,98%). Це вказує на важливість для позитивної економічної динаміки таких факторів, як ефективна структура економіки та дієва національна валютно-курсова політика. Аналіз поведінки змінної курсу долара США до євро засвідчив доволі суттєвий вплив монетарної політики провідних країн світу на національну економіку – 14,1%, а також вплив на функціонування монетарного механізму національної економіки на 9,3% (через канал формування динаміки валютного курсу гривні).

На основі проведеного аналізу дослідники роблять висновки про помітний вплив монетарної політики ключових країн світу на монетарний механізм та економічну динаміку в Україні, який може мати як позитивні, так і негативні ефекти залежно від зміни кон'юнктури на світових сировинних ринках та напряму глобальних трендів розвитку світової економіки. Монетарна політика центральних банків провідних країн

світу (насамперед ФРС США і ЄЦБ) є вагомим чинником впливу на глобальний попит на сировину, а отже, і на кон'юнктуру світових цін на сировинні товари. Зростання попиту на сировину відбувається у разі пом'якшення монетарної політики, а отже, курсового знецінення долара США відносно євро. Водночас у процесі проведення більш жорсткої монетарної політики цими банками відбувається стискання банківської ліквідності у межах усієї глобальної економіки. Це звужує глобальний попит, негативно впливає на кон'юнктуру світових сировинних ринків і, відповідно, на економічну і фінансову динаміку країн, що спеціалізуються на виробництві та експорті сировинних ресурсів. Аналогічна ситуація спостерігається під час сталого посилення долара США відносно євро.

Нове пом'якшення монетарної політики ФРС США та ЄЦБ сприяє запозиченню економікам, що розвиваються. ФРС США у I півріччі 2019 р. тричі знижувала ключову ставку, загалом на 0,75 в.п. У вересні 2019 р. ЄЦБ знизив ставки за своїми депозитними операціями на 10 в.п. до -0,5% та відновив чисту купівлю активів. Експерти і ринки знову очікують на тривалий період низьких ставок провідних центральних банків. Зниження ключових ставок провідними центральними банками посилює інтерес до економік, що розвиваються. Очікується поступове підвищення цін на сировинні товари, які в останні роки переважно знижувалися. За прогнозами Citigroup, у 2020 р. ціни на сталь залишатимуться на поточному рівні, проте підвищаться ціни на зернові культури.

На думку експертів, у 2020 р. розпочнеться відновлення окремих економік, яке пов'язується з пом'якшенням монетарної політики в розвинутих країнах та кількох економіках, що розвиваються (Китай, Туреччина, Росія). Щоправда, є певні застереження щодо економічного відновлення, які пов'язані з посиленням протекціоністських тенденцій, геополітичних ризиків внаслідок посилення військової напруги та поширенням коронавірусу.

Таким чином, можна констатувати, що економічна і фінансова динаміка України визначається пропозицією глобальної ліквідності, обсяги якої залежать від характеру монетарної політики центральних банків розвинутих країн світу. Її пом'якшення підвищує попит на світових ринках, у т. ч. і сировинних, що стимулює економічне зростання в Україні, а перехід до більш жорсткої монетарної політики зменшує глобальний попит і, відповідно, викликає падіння цін на сировину, зменшення українського експорту і падіння обсягів ВВП.

Іншими важливими чинниками, що призводять до структурної вразливості економіки України, є такі: спеціалізація на видобутку та виробництві продукції з низькою часткою доданої вартості (сировинна спеціалізація), високі системні ризики ведення бізнесу та інвестування, нерозвиненість фінансової системи і, особливо, фондового ринку, надзвичайно високий рівень відкритості економіки. Це чинники внутрішнього походження, саме вони призводять до високої залежності національного виробництва від зовнішніх кон'юнктурних коливань.

Не заперечуючи важливості забезпечення бюджетної дисципліни, раціоналізації державних видатків, фінансової лібералізації, операційної незалежності НБУ, мінімізації доларизації економіки, наявності достатніх страхових резервів, мінімізації бізнесом своїх ризиків тощо як умов запобігання фінансовій нестабільності, вважаємо,

що головним чинником фінансової нестабільності в Україні, як і в більшості країн із сировинною орієнтацією експорту, є структурна та виробнича недосконалість економіки, яка призводить до фінансової залежності країни від коливань світової кон'юнктури на сировинні ресурси, які нею виробляються та експортуються.

Все це дає змогу зробити висновки, що думки про те, що кризові загострення фінансових дисбалансів породжують зниження національної економіки, є не зовсім обґрунтованими. На наше переконання, простежується зовсім інша, протилежна, залежність: зниження світових цін і виручки експортерів, а отже, обсягів реального ВВП спричиняє зниження доходів Зведеного бюджету та збільшення його дефіцитів. Саме звуження виробництва, дохідної та інвестиційної бази бізнесу, населення і держави в результаті погіршення кон'юнктури на світових сировинних ринках породжують бюджетні проблеми, стають причинами загострення фінансової нестабільності.

Таким чином, можна стверджувати, що не надмірне державне споживання, не борги держави, не м'яка грошово-кредитна політика і не занадто висока інфляція є першопричинами фінансової нестабільності в Україні. Такою першопричиною є спад виробництва, який і призводить до загострення фінансової нестабільності. І цей спад породжується неефективною і надзвичайно вразливою до зовнішніх шоків структурою національної економіки з її надто високою сировинною орієнтацією. За дії сприятливих зовнішніх чинників підвищується не лише кон'юнктура на товари українського експорту, а й на весь комплекс пов'язаних з ними виробництв, відбувається насичення національного ринку іноземною валютою як від експорту, так і від зовнішніх кредитних інвестиційних надходжень. Це дає нам підстави стверджувати, що саме структурні вади вітчизняної економіки і неефективна державна політика протягом тривалого періоду часу породжують високу залежність національного виробництва від зовнішніх кон'юнктурних коливань. Всі суттєві погіршення світової кон'юнктури на сировинні ресурси, з якими пов'язані виробництво й український експорт, ведуть до суттєвого зменшення виручки експортерів і призводять до серйозних кризових потрясінь. Пожвавлення національного виробництва, яке розпочинається із зростанням світових цін на сировинний експорт України, є основним фактором фінансової стабілізації й економічного зростання.

Отже, очевидним є те, що динаміка цін на сировинні ресурси та курсу долара США до євро суттєво впливають на обсяги реального ВВП України. І протягом останніх двох десятиріч усі кризи в країні відбувалися на фоні зниження цін на український сировинний експорт та посилення долара США відносно інших резервних валют, насамперед євро. Цей вплив виявляється більш значущим, ніж динаміка інфляції та курсу гривні до долара США. Це дає змогу стверджувати, що зовнішні монетарні ефекти є надто вагомими чинниками економічної і фінансової нестабільності в Україні. За певних умов їхня дієвість є значно більшою, ніж монетарна політика Національного банку України.

Для досягнення сталого економічного зростання і забезпечення фінансової стабільності Україні необхідно змінити виробничу спеціалізацію у бік нарощування випуску продукції з більш високою часткою доданої вартості.

**Висновки.** Неефективна структура української економіки впливає не лише на її міжнародну спеціалізацію з видобутку, виробництва та експорту сировини, а й

породжує її критичну залежність від світової кон'юнктури на сировинні ресурси. За покращення кон'юнктури, а отже, й підвищення попиту на українські сировинні товари, погравлюється зростання національного виробництва та покращується фінансовий стан економіки. І, навпаки: зниження світових цін на сировинні товари зумовлює скорочення національного виробництва, зменшення його доходів, виникнення проблеми з використанням внутрішніх та зовнішніх фінансових зобов'язань. В разі зatoryного і глибокого зниження цін на сировину та зменшення обсягів національного виробництва фінансові дефіцити можуть набути кризового стану. Таким чином, фінансова нестабільність є не першопричиною, а наслідком спадання реального виробництва.

**Перспективи подальших досліджень.** Для досягнення сталого економічного зростання і забезпечення фінансової стабільності в Україні необхідно змінити виробничу спеціалізацію у бік нарощування випуску продукції з більш високою часткою доданої вартості. З огляду на це необхідно продовжити дослідження з виявлення структурних недоліків української економіки і вироблення рекомендацій з підвищення її ефективності та стійкості.

### **Література**

1. Важелі забезпечення фінансової нестабільності в умовах ризиків «другої хвилі кризи». Аналітична записка. URL : <http://www.niss.gov.ua/articles/349> (дата звернення: 02.03.2020).
2. Williamson I. (1990). A Short History of the Washington Consensus. Latin American Adjustment: How Much Has Happened? P. 3–4. URL : <http://piic.com/publications/paper/williamson09004-2.pdf> (дата звернення: 27.02.2020).
3. Williamson J. (1990). What Washington Means by Policy Reform. Latin American Adjustment: How Much Has Happened. URL : <https://piie.com/commentary/speeches-papers/what-washington-means-policy-reform> (дата звернення: 27.02.2020).
4. The Treaty on European Union (1992). Luxembourg: Office for Official Publications of the European Communities. URL : [https://europa.eu/european-union/sites/europaefiles/docs/body/treaty\\_on\\_european\\_union\\_en.pdf](https://europa.eu/european-union/sites/europaefiles/docs/body/treaty_on_european_union_en.pdf) (дата звернення: 25.02.2020).
5. World Bank Group, CPIA database. URL : <https://data.worldbank.org/indicator/IQ.CPA.STRC.XQ> (дата звернення: 25.02.2020).
6. Звіт про фінансову стабільність. Національний банк України. Грудень 2019 р., С. 11–12. URL : <https://bank.gov.ua/news/all/zvit-pro-finansovu-stabilnist-gruden-2019-roku> (дата звернення: 01.03.2020).
7. Guidance Note on the Assessment of Reserve Adequacy and Related Considerations. Washington, D.C.: International Monetary Fund, June 2016. URL : <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2016/12/31/Guidance-Note-on-the-Assessment-of-Reserve-Adequacy-and-Related-Considerations-PP5046> (дата звернення: 02.03.2020).
8. Assessing Reserve Adequacy (February 14, 2011). Prepared by Monetary and Capital Markets, Research, and Strategy, Policy, and Review Departments.

- Approved by Reza Moghadam, Jonathan D. Ostry and Robert Sheehy. Washington, D.C.: International Monetary Fund. URL : <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/021411b.pdf> (дата звернення: 04.03.2020).
9. Assessing Reserve Adequacy – Specific Proposals (April 2015). Prepared by IMF staff and completed on December 19, 2014. Washington, D.C.: International Monetary Fund. URL : <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/121914.pdf> (дата звернення: 04.03.2020).
  10. International Monetary Fund. URL : [https://www.imf.org/external/datamapper/Reserves\\_ARA@ARA/CHN/IND/BRA/RUS/ZAF](https://www.imf.org/external/datamapper/Reserves_ARA@ARA/CHN/IND/BRA/RUS/ZAF) (дата звернення: 05.03.2020).
  11. The ECB's monetary policy strategy / European Central Bank. URL : <https://www.ecb.europa.eu/monop/intro/html/index.en.html> (дата звернення: 05.03.2020).
  12. Про стратегію монетарної політики Національного банку України. Рада Національного банку України. Рішення № 37 від 13.07.2018. URL : <https://bank.gov.ua/control/uk/index> (дата звернення: 04.03.2020).
  13. Петрик О. Чи досяжна ціль щодо низької інфляції в Україні? *Дзеркало тижня*. 2018. URL : [https://dt.ua/macrolevel/chi-dosyazhna-cil-schodo-nizkoji-inflyaciyi-v-ukrayini-2795-27\\_.html](https://dt.ua/macrolevel/chi-dosyazhna-cil-schodo-nizkoji-inflyaciyi-v-ukrayini-2795-27_.html) (дата звернення: 04.03.2020).
  14. Кораблін С. О., Шумська С. С. Структурна вразливість та фінансова нестабільність України: глобальний контекст. *Економіка і прогнозування*. 2018. № 4. С. 7–37. URL : [http://nbuv.gov.ua/UJRN/econprog\\_2018\\_4\\_3](http://nbuv.gov.ua/UJRN/econprog_2018_4_3) (дата звернення: 03.03.2020).

### References

1. Vazheli zabezpechennia finansovoi nestabilnosti v umovah ryzykiv “druhoi hvyli kryzy” [Levers of ensuring financial instability due to the «second wave of crisis» risks]. *Analitichna zapyska*. Retrieved from <http://www.niss.gov.ua/articles/349> [in Ukrainian].
2. Williamson, I. (1990). A Short History of the Washington Consensus. *Latin American Adjustment : How Much Has Happened?* P. 3-4. Retrieved from <http://piic.com/publications/paper/williamson09004-2.pdf> [in English].
3. Williamson, J. (1990). What Washington Means by Policy Reform. *Latin American Adjustment: How Much Has Happened*. Retrieved from <https://piee.com/commentary/speeches-papers/what-washington-means-policy-reform> [in English].
4. The Treaty on European Union (1992). Luxembourg: Office for Official Publications of the European Communities. Retrieved from [https://europa.eu/european-union/sites/europaefiles/docs/body/treaty\\_on\\_european\\_union\\_en.pdf](https://europa.eu/european-union/sites/europaefiles/docs/body/treaty_on_european_union_en.pdf) [in English].
5. World Bank Group, CPIA database. [Worldbank.org/ida](http://data.worldbank.org/indicator/IQ.CPA.STRC.XQ). Retrieved from <https://data.worldbank.org/indicator/IQ.CPA.STRC.XQ>.
6. Zvit pro finansovu stabilnist. Natsionalnyi bank Ukrainy [The Financial Stability Report. The National Bank of Ukraine]. 2019. P. 11-12. Retrieved from <https://bank.gov.ua/news/all/zvit-pro-finansovu-stabilnist-gruden-2019-roku> [in Ukrainian].
7. Guidance Note on the Assessment of Reserve Adequacy and Related Considerations. Washington, D.C.: International Monetary Fund, June 2016. Retrieved from <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2016/12/31/Guidance-Note-on->

- the-Assessment-of-Reserve-Adequacy-and-Related-Considerations-PP5046 [in English].
8. Assessing Reserve Adequacy (February 14, 2011). Prepared by Monetary and Capital Markets, Research, and Strategy, Policy, and Review Departments. Approved by Reza Moghadam, Jonathan D. Ostry and Robert Sheehy. Washington, D.C.: International Monetary Fund. Retrieved from <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/021411b.pdf> [in English].
  9. Assessing Reserve Adequacy – Specific Proposals (April 2015). Prepared by IMF staff and completed on December 19, 2014. Washington, D.C.: International Monetary Fund. Retrieved from <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/121914.pdf> [in English].
  10. International Monetary Fund. Retrieved from [https://www.imf.org/external/datamapper/Reserves\\_ARA@ARA/CHN/IND/BRA/RUS/ZAF](https://www.imf.org/external/datamapper/Reserves_ARA@ARA/CHN/IND/BRA/RUS/ZAF) [in English].
  11. The ECB's monetary policy strategy / European Central Bank. Retrieved from <https://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/html/index.en.html> [in English].
  12. Pro stratehiiu monetarnoi polityky Natsionalnoho banku Ukrainy [About the monetary policy strategy of the National Bank of Ukraine]. Approved by the decision of the Council of the National Bank of Ukraine dated July 13, 2018. Retrieved from <https://bank.gov.ua/control/uk/index> [in Ukrainian].
  13. Petryk, O. (2018). Chy dosiazhna tsil shchodo nyzkoi inflatsii v Ukraini? [Is it possible to achieve low inflation in Ukraine?]. *Dzerkalo tyzhnya. – Mirror of the week*. Retrieved from [https://dt.ua/macrolevel/chi-dosyazhna-cil-schodo-nizkoyi-inflyaciyi-v-ukrayini-279527\\_.html](https://dt.ua/macrolevel/chi-dosyazhna-cil-schodo-nizkoyi-inflyaciyi-v-ukrayini-279527_.html) [in Ukrainian].
  14. Korablin, S. (2018). Strukturna vrazlyvist ta finansova nestabilnist Ukrainy: hlobalnyi kontekst [Structural vulnerability and financial instability of Ukraine: a global context]. *Ekonomika i prohnozuvannya – Economics and Forecasting*. № 4, pp. 7-37. Retrieved from [http://nbuv.gov.ua/UJRN/econprog\\_2018\\_4\\_3](http://nbuv.gov.ua/UJRN/econprog_2018_4_3) [in Ukrainian].

Статтю отримано 23 березня 2020 р.

Article received March 10, 2020