



Геєць В.М., акад.НАН України

## ПОЛІТИКА СТАБІЛІЗАЦІЇ, ВАЛЮТНА КРИЗА ТА ЕКОНОМІЧНЕ ЗРОСТАННЯ В УКРАЇНІ

*У статті подані результати досліджень, здійснених автором, щодо виникнення валютної кризи 1998 р. як наслідку здійснюваної в Україні політики макроекономічної стабілізації. Відповідно до цього подається авторська розробка складових політики переходу до економічного зростання в посткризовий період, згідно з якою в Україні можливе розв'язання також боргових проблем. Розкриті передумови можливих загострень у фінансовій сфері економіки України.*

*Макроекономічна політика стабілізації, що запроваджувалася в Україні починаючи з 1995 р., значною мірою потребує змістовного аналізу як в аспекті її впливу на нинішній стан економіки, так і відносно можливостей удосконалення, оскільки за всі попередні роки переходу до нової економічної моделі за значних зусиль щодо досягнення, перш за все, фінансової та цінової стабільності не вдалося не тільки запобігти валютній кризі, а й забезпечити перехід до стабільного економічного зростання, зокрема: постійного зростання реальних доходів населення, активізації інвестиційної політики, уникнення боргових проблем. І це – незважаючи на те, що значною мірою стабілізувалися ціни<sup>1</sup>, призупинився спад реального ВВП, а у 2000 р. мало місце його зростання, хоча саме в цей час спостерігалось прискорене зростання цін, девальвація курсу валюти. Тобто фактично мав місце відхід від вимог фінансової стабілізації і деякого послаблення у фінансовій та грошово-кредитній сферах. У цей час дещо підвищився рівень монетизації економіки та зросли реальні грошові запаси, відбулися зміни в інституційному забезпеченні реформ, які, разом з тим, не дають упевненості в тому, що можливе стабільне зростання на довгостроковий період.*

*Все це зумовило здійснення протягом 90-х рр. досить різноманітного спрямування наукових і політичних дискусій, у результаті яких з'являються рекомендації щодо необхідності здійснення навіть крайніх заходів, якими взагалі відкидається попередня модель і пропонуються інші сценарії, за якими мають відбуватися подальші перетворення. Однак, незважаючи на наявність крайніх точок зору, останнім часом спостерігається дедалі менше суперечностей щодо напрямку перетворень, а дискутується, в*

<sup>1</sup> Стабілізацію цін ми розуміємо в тому сенсі, що вони досягли рівня, за якого можливе економічне зростання, хоча стосовно власне самого їх рівня ще довго будуть відбуватися дискусії, оскільки в світі існують досить значні відмінності в рівнях інфляції, при яких спостерігається економічне зростання.



*основному, питання про рівень участі так званої політичної влади (йдеться про Уряд) у процесах перерозподілу ВВП, а по суті, – про втручання держави в економіку. Дискусія з цього приводу, на нашу думку, не дасть позитивних результатів, оскільки кожна з точок зору має свою теоретичну базу, своїх прихильників, а емпіричний досвід багатьох країн, згідно з кожним із напрямків, свідчить як про успіхи, так і невдачі, чому присвячено чимало робіт, у тому числі і в Україні. Разом з тим виконані останнім часом дослідження<sup>2</sup> щодо результатів розвитку економіки більшості країн світу за останні 100 років свідчать про те, що в кінцевому підсумку найвищих результатів у розвитку економіки досягли країни, що мали в основі управління ліберальні економічні стосунки. Проте аналітики Світового банку, яким завжди були притаманні ортодоксальні погляди стосовно необхідності застосування ліберальної моделі розвитку економіки, у звіті за 1999–2000 рр. відзначають – багато країн, що не підтримували таку модель, а діяли всупереч їй, також досягли досить значних успіхів в економічному розвитку; основну роль у цьому відіграла активна позиція держави щодо її втручання в економічне життя тієї чи іншої країни.*

Саме тому, на нашу думку, слід повернутися до аналізу власне складових моделі макроекономічної стабілізації за одночасної лібералізації як відносин власності, так і внутрішньої та зовнішньої торгівлі, а також цінових стосунків. На нашу думку, саме аналіз змісту політики стабілізації під кутом зору її відповідності змісту проголошених намірів і з'ясування причин покаже, чому не було досягнуто, перш за все, бажаної валютної та цінової стабільності, оскільки останнім часом саме ці головні індикатори стабілізації зазнали змін у бік їх погіршення на фоні покращання результатів функціонування економіки в цілому. У цей час (тобто тоді, коли зросла інфляція, девальвував курс валюти) економіка почала зростати. Разом з тим за ідеологією політики фінансової стабілізації, власне декларована стабільність валюти, цін тощо має забезпечувати перехід до економічного зростання, тому важливо також з'ясувати причини, з яких політика цінової та фінансової стабільності не сприяла економічному зростанню.

Офіційна доктрина змісту політики стабілізації в Україні, незважаючи на пережиту валютну кризу, подальше зростання цін та економічне зростання у порівнянні з попереднім роком, що мало місце в 1999 та 2000 рр. (табл. 1), залишається, на нашу думку, незмінною. Якщо заздалегідь прогнозувалося у 2000 р. зростання споживчих цін у цілому на 19–20 %, то фактично за рік вони зросли на 25,8 відсотка.

Незважаючи на наслідки валютної кризи, у 2000 р. здійснювалися заходи, спрямовані на стабілізацію курсу гривні. Так, за весь рік гривня девальвувала на 4,3 %, що у шість з лишком разів менше росту рівня інфляції за цей же період. Офіційні прогнози 2000 р. орієнтують, що макроекономічна політика в цьому відношенні залишиться такою ж і на весь 2001 рік.

<sup>2</sup> *Илларионов В. Как Россия потеряла XX столетие // Вопросы экономики, 2000. № 1. – С. 7–21.*

Деякі основні макроекономічні показники України  
за 1995–2000 рр.

Показник	1995	1996	1997	1998	1999	2000 <sup>7</sup>
Реальний ВВП, % зміни до попереднього року <sup>1</sup>	-12,2	-10,0	-3,0	-1,9	-0,4	6,0
Споживчі ціни, % зміни до грудня попереднього року <sup>1</sup>	2,8 рази	1,4 рази	110,1	120,0	119,2	125,8
Грошова маса (M2) (на кінець року), % зміни до попереднього року <sup>1</sup>	112,9	31,8	38,0	24,0	40,7	32,0 (11 міс.)
Грошова маса (M2), % до ВВП <sup>1</sup>	12,6	11,1	13,3	15,0	17,1	18,6 (11 міс.)
Дефіцит бюджету, % до ВВП <sup>1</sup>	-6,6	-4,9	-6,6	-2,2	-1,5	1,5 (11 міс.)
Зовнішнє фінансування дефіциту бюджету, % до ВВП <sup>2</sup>	1,46	1,52	1,61	0,83	-0,06	-0,38 (11 міс.)
Внутрішнє фінансування дефіциту бюджету, % до ВВП <sup>2</sup>	...	1,93	5,30	1,23	1,61	-0,75 (11 міс.)
Сальдо рахунку поточних операцій платіжного балансу, млн.дол.США <sup>3</sup>	1152	-1185	-1135	-1296	834	1713 (9 міс.)
Внутрішній державний борг на кінець року, % до ВВП <sup>4</sup>	4,2	9,8	10,9	13,1	11,8	12,2
Зовнішній державний борг, млрд.дол.США <sup>4</sup>	8,1	9,2	11,8	11,4	12,4	10,3
Зовнішній державний борг, % до ВВП	22,2	19,8	20,7	37,9	51,3	33,4
Платежі по обслуговуванню зовнішнього боргу, % до експорту товарів та послуг <sup>5</sup>	8,0	6,6	7,5	12,5	16,1	19,2
Валютні резерви, % до ВВП <sup>1</sup>	2,9	4,4	4,7	1,9	3,5	3,7 (9 міс.)
Офіційні міжнародні резерви <sup>1</sup> у млн.дол.США	1069	1972	2359	793	1092	949,3 (9 міс.)
у тижнях імпорту	3,2	4,9	5,6	2,2	3,7	3,0 (9 міс.)
Чиста зовнішня заборгованість підприємств, % до ВВП <sup>6</sup>	...	0,3	2,3	12,2	20,5	22,4 (9 міс.)
Чиста внутрішня заборгованість підприємств, % до ВВП <sup>6</sup>	15,0	30,4	37,0	44,4	38,4	51,3 (9 міс.)
Сумарна зовнішня заборгованість, % до ВВП	22,2	20,1	23,0	50,1	71,8	55,8 <sup>8</sup>



Продовження табл. 1

Показник	1995	1996	1997	1998	1999	2000 <sup>7</sup>
Сумарна внутрішня заборгованість, % до ВВП	19,2	40,2	47,9	57,5	50,2	63,5 <sup>8</sup>
Сумарна внутрішня і зовнішня заборгованість України, % до ВВП	41,4	60,3	70,9	107,6	122,0	119,3 <sup>8</sup>

<sup>1</sup> Дані Бюлетеня Національного банку України, 2000. – № 11.

<sup>2</sup> Розраховано Т.Вахненко (див. Вахненко Т. Державний борг України та його економічні наслідки. – К.: Альтерпрес, 2000. – С. 45).

<sup>3</sup> Дані платіжних балансів України за відповідні роки.

<sup>4</sup> Дані Міністерства фінансів України.

<sup>5</sup> Розраховано згідно з даними державних бюджетів України за відповідні роки.

<sup>6</sup> Розраховано згідно з даними статистичних бюлетенів Держкомстату за відповідні роки.

<sup>7</sup> Річні показники за 2000 р. наведені згідно з даними Міністерства економіки та Міністерства фінансів України.

<sup>8</sup> Розраховано за 2000 р. умовно, оскільки дані по заборгованості підприємств наведені за 9 місяців 2000 р.

Не виключено, що за таких умов у 2001 р. у динаміці торгівлі розпочнеться зворотний процес, у результаті якого сальдо торговельного обороту знову може стати від'ємним. Цьому сприятиме, передусім, та курсова політика, наміри реалізації якої закладаються на 2001 рік. Йдеться про те, що ріст цін буде значно випереджати зниження курсу гривні. Крім того, в 2001 р. матиме місце деяке скорочення темпів росту економіки в країнах, які є нашими основними торговельними партнерами, а тому попит на зовнішніх ринках для України не буде зростати такими ж темпами, як у 2000 році. Сподівання на те, що цього не відбудеться у 2001 р., є не виправданими внаслідок декількох причин.

По-перше, у 2000 р. в Україні ще діяв девальваційний ефект цінової конкурентоспроможності, що сформувався після кризи 1998 р. і який у 2000 р. вичерпався.

По-друге, у 2000 р. темпи зростання світової економіки були досить високими; очікується, що у 2001 р. та протягом наступних двох років вони будуть зменшуватися.

По-третє, Україна мала ще певну можливість нарощувати темпи зовнішньоторговельної діяльності порівняно з темпами зростання ВВП, проте обсяги зовнішньої торгівлі у порівнянні з ВВП вже досягли і так занадто високої питомої ваги. Це свідчить про високу залежність економіки України від навколишнього світу, що є небезпечним. Тому для нас є важливою стратегія більш швидкого нарощування експорту і порівняно більшого скорочення імпорту. В умовах, що мають місце в економіці України, цього можна буде досягти за рахунок помірної девальвації, що дозволяє підтримувати цінову конкурентоспроможність, але за таких умов проблема інфляції в Україні матиме місце і добитися її значного скорочення навряд чи вдасться. Якщо складеться ситуація, за якої вже в 2001 р. спостерігатиметься дефіцит зовнішньої торгівлі, то ми не матимемо можливості нагромаджувати валютні резерви, що є власне гарантією стабільності гривні. За таких умов необхідність підтримки макроекономічної стабільності як раніше, так і в подальшому призводитиме до росту зовнішньої заборгованості. За інших



обставин для підтримки стабільності валюти залишається можливість використовувати адміністративні методи жорсткого курсоутворення, що суперечить логіці реформ.

Досвід застосування моделі цінової стабілізації, яка була використана в Україні у порівнянні з іншими країнами з перехідною економікою, був досить вражаючим. Україна, по суті, пережила гіперінфляцію: індекс росту споживчих цін у 1993 р. зріс у 102,6 раза, а в 1994 р. – у 5 разів по відношенню до грудня попереднього року. За підсумками 1995 р. споживчі ціни зросли у 2,8 раза, а у 1996 р. – у 1,4 раза (див. табл. 1). У 1997 р. споживчі ціни зросли лише на 10,1 %, разом з тим за підсумками 1998 р. – на 20,0 %; 1999 р. – на 19,2 %, а у 2000 р. збільшення цін становило 25,8 відсотка. До цього слід додати, що вищенаведена динаміка ІСЦ за 1994–1999 рр. розрахована як грудень до грудня попереднього року. Якщо зіставити дані середньорічних змін цін (табл. 2), то вони є значно вищими, і тому в розрахунку динаміки реального курсу (табл. 3) були використані саме ці дані.

Довгострокове підвищення реального курсу валюти, як правило, викликає зниження конкурентоспроможності національної економіки, веде до масштабного проникнення на внутрішній ринок іноземних товарів, отже, до скорочення національного виробництва, що працює як на експорт, так і на внутрішній ринок. Оскільки внутрішній ринок звужується ще й за рахунок жорстких бюджетних обмежень (що є умовою політики стабілізації), які, хоча й не мали такого рівня скорочення, щоб уникнути боргових проблем, однак все ж є тенденція до їх зменшення за рахунок скорочення дефіциту бюджету з 6,6 % до ВВП у 1995 р. до 1,5 % у 1999 р. (див. табл. 1), а за таких умов спад реального ВВП є, як правило, неминучим. У дійсності це відбувалося протягом всього періоду 1995–1999 років.

Таблиця 2

Порівняння річних ІСЦ в розрахунку до грудня попереднього року та до середньорічних змін\*

Показник	Всі товари та послуги	Продовольчі товари	Непродовольчі товари	Платні послуги
1994 р. до 1993 р. <i>грудень до грудня</i> <i>середньорічні</i>	501,0 991,2	473,2 899,2	473,1 970,6	881,8 1688,1
1995 р. до 1994 р. <i>грудень до грудня</i> <i>середньорічні</i>	281,7 477,0	250,1 455,9	220,0 357,9	584,4 917,9
1996 р. до 1995 р. <i>грудень до грудня</i> <i>середньорічні</i>	139,7 180,3	117,4 158,3	118,8 146,2	212,7 268,3
1997 р. до 1996 р. <i>грудень до грудня</i> <i>середньорічні</i>	110,1 115,9	114,1 111,6	102,9 107,3	107,9 129,1
1998 р. до 1997 р. <i>грудень до грудня</i> <i>середньорічні</i>	120,0 119,6	122,1 111,8	124,1 107,5	113,0 109,9
1999 р. до 1998 р. <i>грудень до грудня</i> <i>середньорічні</i>	119,2 122,7	126,2 127,6	110,6 122,1	111,9 113,7

\*Складено за даними: Індекси споживчих цін. 1999 / Стат. збірник. – К.: Держкомстат України, 2000. – С. 6, 17-18.



Таблиця 3

Динаміка споживчих цін та номінального і реального валютних курсів у 1995–1999 рр.\*

Показник	1995	1996	1997	1998	1999	2000 (І кв.)	Довідково: І кв. 2000 р. до IV кв. 1999 р.
Індекси споживчих цін України (1995 р. = 100)	100,0	180,2	208,9	231,0	300,4	335,1	1,1156
Індекси споживчих цін США (1995 р. = 100)**	100,0	102,9	105,3	107,0	109,3	112,3	1,0172
Індекси споживчих цін США / індекси споживчих цін України	1,000	0,571	0,504	0,463	0,364	0,335	0,9118
Номінальний обмінний курс (грн./дол. США) в середньому за період	1,47307	1,82950	1,86170	2,44950	4,13044	5,46410	1,0779
Реальний обмінний курс (грн./дол. США) в середньому за період	1,47307	1,04452	0,93859	1,13484	1,50276	1,83094	0,9828
Номінальний обмінний курс (грн./дол. США) в середньому за період, зміна до 1995 р.	100,0	124,2	126,4	166,3	280,4	370,9	1,0779
Реальний обмінний курс (грн./дол. США) в середньому за період, зміна до 1995 р.	100,0	70,9	63,7	77,0	102,0	124,3	0,9828

\*Розраховано за даними International Financial Statistics, IMF, 1999.

\*\* Середньорічні дані за 2000 р. по США подані згідно з "Project LINK, 01.11.99".

Довгострокова тенденція скорочення виробництва і підвищення реального курсу національної валюти, врешті-решт, призводить і фактично призвела до скорочення валютних резервів. Це підвищує недовіру до можливостей підтримки стабільного валютного курсу, внаслідок чого, як теоретично відомо, за певних умов можливе виникнення валютної кризи. Разом з тим, тенденція до підвищення реального курсу валюти деякий час може не викликати занепокоєння в умовах перехідної економіки, оскільки відомо, що в економіці таких країн значно зростає частка послуг у ВВП, особливо за рахунок динамічного розвитку торгівлі, і, насамперед, зовнішньої.

Згідно з даними Національного банку України, обсяги зовнішньої торгівлі за період 1995–1999 рр. збільшилися на 23,3 % при тому, що у ці роки мав місце спад реального ВВП. Після валютної кризи 1998 р. обсяги зовнішньої торгівлі у порівнянні з 1997 р. знизилися на 14 %, а у 2000 р. знову проявилася тенденція до збільшення обсягів зовнішньої торгівлі.

За умови порівняно високого рівня росту продуктивності праці в цьому секторі на фоні інших і, як правило, при відставанні реальної заробітної плати курс валюти має об'єктивні підстави для зростання. Крім того, якщо і немає можливостей для явного прояву такої тенденції, вона доповнюється особливостями власне стабілізаційної політики в перехідному періоді. Саме тому напередодні лібералізації цін та торгівлі і реалізації програм стабілізації зазвичай має місце девальвація національної валюти, яка свідомо здійсню-



валася у більшості країн. Метою цього заходу є збереження умов цінової конкуренції для товаровиробників, оскільки після введення в дію програм стабілізації відбувається фіксація валютного курсу, яка використовується як якір стабілізації. Крім того, якщо в окремих випадках напередодні запровадження стабілізаційної програми вже мала місце передевальвація національної валюти внаслідок розвитку подій в економіці в попередні роки (зокрема, стосовно економіки України такої думки дотримувався А.С.Гальчинський<sup>3</sup>), то додаткова девальвація не здійснюється.

З огляду на такий стан справ, із введенням ліберальних цінових і торговельних стосунків ринок валюти в ході врівноваження підтягується до реальних цінових співвідношень, хоча тенденція до підвищення реального курсу валюти не може мати довгострокового характеру. Передусім це стосується економік країн, в яких у результаті реалізації програми фінансової стабілізації не спостерігається економічного зростання. В умовах України, коли обмеженість внутрішнього ринку залишається незмінною вимогою, необхідне обов'язкове стимулювання зовнішньоторговельної діяльності, оскільки в іншому разі зростання виробництва неможливе. Особливо це має місце за умов пасивної інвестиційної діяльності, внаслідок якої попит не має можливості зростати. Все це спостерігалось в Україні, тому тривале підвищення реального курсу валюти повинно було змінитися на тенденцію принаймні підтримки його стабільності, отже девальвацію відповідно до динаміки інфляції. Тим більше, що, як зазначали М.Шмельов та В.Попов, об'єктивна необхідність підвищення реального курсу валют, що виникає в умовах переходу до ринкової економіки за рахунок зменшення питомої ваги інвестицій у ВВП та підвищення ефективності їх використання без впливу на темпи зростання ВВП, вичерпується досить швидко<sup>4</sup>. Крім того, на нашу думку, у деяких випадках останній факт взагалі може не проявлятися, оскільки відбувається не лише спад рівня інвестування, а й зниження його ефективності.

Враховуючи вищевикладене, зазначимо, що в економіці, по суті, неминучим було загострення ситуації, оскільки ті регулятори, на які було зроблено ставку, не дозволили запобігти валютній кризі 1998 р., як і кризі виробництва у цілому за роки реалізації політики стабілізації.

Як свідчить аналіз (див. табл. 2 та 3), рівень споживчих цін після зниження до 10,1 %, за підсумками 1997 р., зріс у 1998 та 1999 рр. більше, ніж у 2 рази, а у 2000 р. порівняно з тим же 1997 р. очікується збільшення майже в 3 рази. При цьому, починаючи з 1997 р., мало місце зростання рівня монетизації економіки, що означає збільшення реальних грошових запасів як однієї із складових підтримки економічного зростання. Як видно з табл. 1, рівень монетизації ВВП у 1999 р., досягнувши величини 17,1 %, мав тенденцію до збільшення і в 2000 р. (18,6 % – за 11 місяців). Разом з тим збільшення рівня монетизації за період з 1996 по 1999 рр. майже на 50 % не призвело до економічного зростання.

Використання як якоря стабілізації курсу національної валюти у перші три роки (1995–1997 рр.) в частині боротьби з інфляцією дозволило досягти, за підсумками 1997 р., досить вагомих результатів. У середньорічному

<sup>3</sup> Гальчинський А., Щербакова О. Стабілізація валютного курсу національної грошової одиниці: об'єктивні передумови. // Банківська справа, 1996. – № 4. С. 37-45.

<sup>4</sup> Шмельов Н., Попов В. На переломе: экономическая перестройка в СССР. – М.: АПН, 1989. – 397 с.



обчисленні рівень інфляції в цьому році склав 15,9 % (див. табл. 2). Проте останніми дослідженнями було доведено, що навіть 50%-й рівень річної інфляції (а в окремих випадках – навіть рівень до 60–80 % на рік – Туреччина), не перешкоджали економічному зростанню. Це зумовлює необхідність уточнення відношення до змісту економічної політики, яка включає зорієнтованість на стабільність цін та курси валюти, і разом з тим не створює достатніх умов переходу до економічного зростання.

Номінальний валютний курс знизився за останні 4 роки (1996–1999 рр.) фактично в 3 рази. При цьому реальний валютний курс (див. табл. 3) з 1995 по 1997 рр. підвищився з 1,47 грн. до 0,94 грн. за 1 дол.США. Після пережитої Україною у 1998 р. валютної кризи реальний валютний курс вже становив у 1999 р. 1,50 грн. за 1 дол.США та 1,83 грн. за 1 дол.США в I кварталі 2000 року. Девальвація номінального курсу гривні, за підсумками 1999 р., у відношенні до 1995 р. склала 2,8 рази.

Основний перебіг подій на валютному ринку відбувся у IV кварталі 1998 р., коли курс гривні впав за короткий час до 3,43 грн. за 1 дол.США. У відношенні до відповідного періоду 1997 р. мала місце девальвація гривні на 82 відсотки. У результаті за підсумками 1998 р. офіційні резерви знизилися з 2,4 млрд.дол.США до 0,8 млрд.дол.США, або 1,9 % до ВВП проти 4,7 % в 1997 р. (найвищий рівень запасів валюти в Україні за всі роки її існування). Девальвація в наступному 1999 р. теж мала місце: за підсумками IV кварталу 1999 р. курс гривні досяг вже 4,5 грн. за 1 дол.США, що відповідало рівню девальвації понад 32 відсотки.

Слід відзначити, що рівень валютних резервів того часу в Україні не був достатнім для підтримки валютної стабільності, що мало спонукати до досить обережної політики підтримки стабільності валютного курсу, оскільки вказаний показник валютних резервів у відношенні до ВВП був значно меншим, ніж у середньому по інших країнах. Крім того, багато країн, які дотримуються дещо інших підходів у стимулюванні експортної діяльності, а значить і нагромадженні валютних резервів, і мають вказане співвідношення обсягу фактичних резервів до ВВП на рівні 20 %, разом з тим проводять політику заниженого валютного курсу. Фактично це політика більшості країн Південно-Східної Азії та багатьох інших країн світу в умовах вирішення завдань піднесення національного виробництва. Проте Україною був обраний такий курс валютної політики, за яким валютні резерви нагромаджувалися не за рахунок нарощування експорту, а за рахунок займів. За умов такого сценарію нагромадження валютних резервів та захищеності національної валюти, як показав досвід, може не лише опинитися на досить низькому рівні, а й втратити в кінцевому підсумку резерви і дестабілізувати економіку.

Переважна більшість причин валютної кризи в Україні пов'язувалася раніше (і пов'язується сьогодні) насамперед з російською серпневою кризою 1998 року. Разом з тим, щоб зробити відповідні висновки і в майбутньому не допустити такої залежності (якщо вона дійсно мала місце), ми повинні все ж таки чіткіше визначити характер валютної кризи і причини, що її зумовили. Для цього слід, перш за все, з'ясувати, яку роль в ній відіграв стан державних фінансів та боргових зобов'язань України.

Дані, які є на сьогодні, дозволяють з досить високим рівнем імовірності стверджувати, що валютна криза в Україні своїм підґрунтям пов'язана насамперед із внутрішніми причинами і є проявом результатів росту





заборгованості держави, оскільки чиста зовнішня заборгованість підприємств як у 1998 р., так і за підсумками 1999 р., не мала і поки що не має тієї критичної величини, що могла б спровокувати валютну кризу. Це підтверджує аналіз даних, що наведені в табл. 1. Напередодні фінансової кризи у 1998 р. чиста зовнішня заборгованість підприємств у відношенні до ВВП складала у 1998 р. 12,2 %, зовнішній державний борг держави до ВВП – 37,9 %, а внутрішній борг – 13,1 відсотка. Таким чином, сумарно державний борг складав у 1998 р. 53,2 % від ВВП.

Стосовно рівня зовнішньої заборгованості держави, то в Україні, згідно з наведеними даними, вона не мала критичної межі, оскільки вважається, що критичним рівнем зовнішньої заборгованості держави є 60 %-й рівень від ВВП. Як бачимо, навіть сумарний внутрішній і зовнішній державний борг та зовнішні борги підприємств не досягали вказаної критичної межі (60–63 %). Крім того доцільно зауважити, що у 1999 р. борги підприємств зросли до рівня 20,5 %, проте це були специфічні борги, які не були результатом здійснених приватним сектором займів на зовнішніх ринках, як і в інших країнах. Це були борги за енергоносії, передусім Росії і Туркменістану, причому майже 75 % боргів суб'єктам господарської діяльності країн колишнього СРСР для України на 01.12.1999 р. були простроченими. Із загального обсягу боргів 82,5 % Україна була винна Росії, а 15,8 % – Туркменістану, що сумарно складало 98,3 % всіх прострочених боргів.

Такі борги мають довгостроковий характер і не можуть викликати валютної кризи, а лише сприяти їй, оскільки регулюються відповідними угодами; не спостерігається так званого “короткострокового тиску” на валютний ринок, на відміну від іноземного спекулятивного капіталу, що легко приходить і так же легко “тікає” з фондового ринку відповідної країни. Власне нерозвинутість фондового ринку і слабка привабливість українських підприємств не мали впливу на формування валютної кризи, оскільки позики приватного сектора (тобто підприємств) фактично не мали місця – все це ще може бути попереду.

Разом з тим ця частина боргів спричиняє тиск, у тому числі на валютний ринок у довгостроковому відношенні, оскільки значні несплати за енергоносії ведуть до обмеженої їх поставки, отже, росту цін і необхідності в майбутньому нової девальвації. Фактор довгострокової простроченої заборгованості скоріше буде фактором дестабілізації в майбутньому, можливо навіть не такому далекому, якщо не відбуватиметься економічного зростання та виникатиме час від часу криза пропозиції (як це було під час бензинової кризи в Україні 1999 р.).

Принципово важливою в характеристиці боргової проблеми в Україні і її впливу на валютну кризу є також оцінка стану справ із внутрішньою заборгованістю підприємств. Як свідчать дані (див. табл. 1), чиста внутрішня заборгованість підприємств України має досить значні обсяги: починаючи з 1996 р. вона становить понад 30 % ВВП, причому за 9 місяців 2000 р. вона становила вже 51,3 % ВВП. Це фактично означає неспроможність значної кількості учасників ринку обслуговувати свої зобов'язання, які виникли внаслідок змін у цінових співвідношеннях між окремими виробництвами та основними ціновими співвідношеннями на грошовому та валютному ринках (результат валютної та цінової дестабілізації). Чим тривалішим буде збереження



нестабільності, тим відміннішими будуть цінові співвідношення між ринковою вартістю кредиторських зобов'язань і ресурсною вартістю дебіторських.

При цьому слід мати на увазі, що до кредиторської заборгованості включається, крім боргів між підприємствами, також заборгованість перед бюджетом та різноманітними фондами соціального характеру. Такий стан справ з чистою заборгованістю підприємств не мав суттєвого впливу на валютну кризу 1998 р. у короткостроковому відношенні, оскільки на останню головним чином можуть впливати кредитні зобов'язання реального сектора, хоча на початку фінансової кризи 1998 р. вони не мали впливу на її масштаби.

Основною причиною стримування значнішої девальвації гривні в 1998 р. було те, що внутрішнім кредитором держави був значною мірою не приватний сектор, а Національний банк України, борги перед яким по суті весь час реструктуризуються, що і дозволило зменшити тиск на національну валюту. За даними МВФ, заборгованість за ОВДП в Україні на кінець 1995 р. становила всього 200 млн. грн., а загальна сума залучених коштів до бюджету на ринку ОВДП у цьому ж році склала 30,2 млн. грн., у той час як дефіцит становив більше 4 млрд. грн. (табл. 4). Згідно з даними (див. табл. 4), кредити Уряду від НБУ на кінець періоду склали 4,3 млрд. грн., тобто фактично весь дефіцит бюджету покривався кредитами НБУ. Невипадково, що ціни за цей рік вирости майже у 3 рази.

Принципово ситуація змінюється у 1996 році. Дефіцит бюджету скорочується до 3,6 млрд. грн., але залучення до бюджету через ОВДП складає вже майже 2,6 млрд. грн., тобто близько 72,2 % дефіциту бюджету фінансується неемісійним шляхом. Це, у свою чергу, формує заборгованість за ОВДП, які в своїй більшості є короткостроковими: сумарно у 1996 р. вона досягає 1,8 млрд. грн. проти 0,2 млрд. грн. у 1995 р., причому 16,6 % від неї належить НБУ, 44,4 % – комерційним банкам України, а решта – 33,3 % – так званім нерезидентам, які конвертують валюту, купуючи ОВДП, що одночасно дозволяло нарощувати валютні резерви НБУ. По суті це було однією із складових боргового механізму нагромадження валютних резервів НБУ і водночас – із принципів помилок у механізмі стабілізації за умов, що склалися в економіці. Так, якщо за 1995 р. загальна сума резервів зросла на 399,9 млн. дол. США, то, за підсумками 1996 р., вона зросла на 909,4 млн. дол. США. При цьому якщо оцінити, що в середньому за 1996 р. було залучено до бюджету, в перерахунку на валюту, приблизно 1,4 млрд. дол. США, то заборгованість за ОВДП в цьому році нерезидентам становила приблизно 328 млн. дол. США.

Оскільки нерезиденти купували ОВДП, конвертуючи валюту в гривню, то зрозуміло, це давало можливість НБУ, поряд з іншими джерелами, збільшувати валютні резерви і підтримувати курс гривні. І не випадково офіційний курс гривні в номінальному обчисленні знизився за підсумками 1996 р. лише на 24,5 %, у той час як інфляція мала в декілька разів більший рівень.

Серед інших джерел, що підтримували курс гривні, були кошти, отримані від міжнародних фінансових організацій (ще одна складова боргового механізму формування валютних резервів НБУ), яка теж належить до помилкового рішення, оскільки у поточній практиці не було задіяно механізмів їх ефективного використання. У 1995 р. Україна отримала від цих організацій 1287,73 млн. дол. США, у 1996 р. – 1292,08 млн. дол. США та



1071,13 млн.дол.США – у 1997 році. Разом з тим у 1997 р. Україна вдається також до зовнішніх комерційних позик, що, зрозуміло, збільшило вартість запозичень. Питома вага таких запозичень того року склала 46,3 %, а в 1998 р. вони стали домінуючими, склавши 70 відсотків.

Таблиця 4

Дефіцит бюджету, ринок облігацій внутрішньої державної позики та кредити НБУ Урядові у 1995–1999 рр., млн.грн.

Період	Дефіцит бюджету	Залучені кошти на ринку ОВДП	Реальна дохідність ОВДП, %	Річна ставка доходу	Зміна заборгованості за ОВДП НБУ	Кредити НБУ Урядові (на кінець періоду)
<b>1995</b>	-4 043,3	30,5	–	–	–	4 295
I	-668,8	0,3	–	244,1	–	1 719
II	-586,2	5,0	26,7	101,1	–	2 049
III	-1 015,2	11,7	10,7	85,0	–	3 271
IV	-1 773,1	13,5	10,3	142,0	–	4 295
<b>1996</b>	-3 617,0	2 587,8	–	–	–	5 995
I	-1 141,2	35,4	14,4	148,6	–	5 384
II	-779,9	524,4	82,6	125,4	256,7	5 726
III	-587,4	881,6	26,2	69,1	248,9	5 694
IV	-1 108,9	1 141,4	43,7	64,7	-103,1	5 995
<b>1997</b>	-6 196,4	7 938,8	–	–	–	7 096
I	-1 046,8	1 946,8	23,5	41,2	15,4	5 856
II	-1 176,9	2 414,0	17,0	25,4	529,6	6 101
III	-2 474,9	2 318,3	14,5	25,7	105,3	6 403
IV	-1 497,7	1 259,7	22,4	40,6	548,7	7 096
<b>1998</b>	-2 065,3	8348,9	–	–	–	14 620
I	-1 367,1	2 095,4	40,0	51,1	846,6	7 755
II	-797,7	2 412,0	51,9	65,0	1192,9	9 386
III	-74,9	2 901,1	48,1	61,6	2937,3	13 238
IV	173,9	940,4	40,8	41,1	-392,2	14 620
<b>1999</b>	-1696,3	3866,9	–	–	–	19121
I	-195,7	1 027,5	17,1	31,7	693,2	7099
II	-429,6	1 153,8	9,5	30,8	116,7	7875
III	-347,4	1 155,6	18,6	21,2	928	8934
IV	-723,6	695,0	17,3	21,9	856	9743
<b>2000</b>	...	...	–	–	–	...
I	999,8	–	–	–	222,4	10101
II	670,4	1685,4	4,7	19,5	1211,6	10122
III	1517,0	26,45	10,4	20,8	-159,8	10134

\*За даними Національного банку України.



Аналіз даних табл. 5, 6 та 7 свідчить, що на формування валютних резервів прямо і безпосередньо використовувалися кредити МВФ. Вони ж використовувалися і для створення стабілізаційного фонду національної валюти, решта – для підтримки платіжного балансу, оскільки Україна в ті роки мала від’ємне сальдо торговельного балансу. За підсумками 1996 р., сальдо зовнішньої торгівлі склало 1,1 млрд.дол.США і, по суті, залишалося на рівні попереднього 1995 р. аж включно до 1998 р. (1,3 млрд.дол.США). Лише після кризи 1998 р. сальдо зовнішньої торгівлі з негативного змінилося на позитивне (834 млн.дол.США) за підсумками 1999 року.

Згідно з даними (див. табл. 4), у IV кварталі 1996 р. було змінено стратегію взаємовідносин Уряду і НБУ. Якщо за підсумками 1995 р. дефіцит бюджету в основному покривався кредитами НБУ (на кінець 1995 р. вони склали 4295 млн.грн., а залучені кошти на ринку облігацій внутрішньої державної позики склали лише 30,5 млн.грн. проти 4,0 млрд.грн. дефіциту бюджету, що дорівнювало лише 0,8 %), то у 1996 р. сума залучених коштів на ринку ОВДП досягла 2587,8 млн.грн., що вже складало 71,5 % від дефіциту бюджету. Приріст кредитів НБУ Уряду за цей рік становив 1300 млн. гривень.

Таблиця 5

Надходження коштів в Україну від міжнародних фінансових організацій та зарубіжних приватних кредиторів \*, млн.дол.США

Кредитори	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Міжнародний валютний фонд	375,50	733,73	730,08	134,13	335,00	629,00
Світовий банк	101,60	398,00	250,00	300,00	374,00	390,00
Європейський Союз	–	110,00	130,00	110,00	–	60,00
Європейський банк реконструкції і розвитку	–	–	–	31,00	31,00	–
Ексімбанк Японії	–	–	182,00	–	–	–
Зовнішні комерційні позики	–	–	–	496,00	1 736,00	–
Сумарні надходження валютних коштів в Україну від міжнародних фінансових організацій	<b>477,10</b>	<b>1 281,73</b>	<b>1 292,08</b>	<b>1 071,13</b>	<b>2 476,00</b>	<b>1 079,00</b>

\*За даними Міністерства фінансів України.

Таблиця 6

Зовнішні комерційні позики, що здійснювалися на фідучіарній основі \*, млн.дол.США

Банк – представник	1997	1998	1999
Chase Manhattan Bank Luxembourg S.A.	109,0	570,5	281,1
Bankers Trust Luxembourg S.A.	450,0	533,0	–
E.M.Sovereign Investment B.V.	–	503,7	-245,3
Баварський об’єднаний банк	–	129,3	-35,8
<b>Всього</b>	<b>559,0</b>	<b>1 736,5</b>	<b>–</b>

\* Розраховано Т.Вахненко (див.: Вахненко Т. Державний борг України та його економічні наслідки.- К.: Альтерпрес, 2000.- С.52).



Таблиця 7

Цільове призначення і використання в Україні коштів від міжнародних фінансових організацій\*

Кредити	Цільове призначення	Використання
МВФ	Здійснення структурних перетворень	1. Формування валютних резервів 2. Підтримка платіжного балансу 3. Створення стабілізаційного фонду національної валюти
Світового банку	Позики на розвиток окремих сфер і галузей економіки, реабілітаційні позики та інвестиційні кредити	1. Реабілітаційна позика на підтримку бюджету та платіжного балансу; інституційна позика 2. Реструктуризація сільського господарства, вугільної промисловості, фінансового сектора, розвиток підприємств 3. Інвестиційні проекти
ЄБРР	Кредитування малого і середнього бізнесу	Проекти: 1. Розширення мереж Євробачення 2. Реконструкція аеропорту "Бориспіль" 3. Будівництво української міжнародної лінії зв'язку 4. Модернізація обладнання АТ "Оболонь", "Світоч" та інші

\* За даними Мінфіну України.

У 1997 р. ситуація стала ще напруженішою, оскільки залучені кошти на ринку ОВДП зросли до величини 7938,8 млн. грн., а дефіцит бюджету становив 6196,4 млн.грн. при одночасному збільшенні кредитів Уряду від НБУ на 1001 млн. гривень. Очевидно, що Уряд був змушений залучати на внутрішньому ринку ОВДП значно більшу величину ресурсів, ніж власне дефіцит бюджету, оскільки зростали виплати по процентах займів попереднього періоду, хоча приріст кредитів, отриманих Урядом від НБУ, дещо скоротився. Серед покупців ОВДП була і значна частина так званих нерезидентів, питома вага яких лише по заборгованості за ОВДП, за підсумками 1996 р., склала вже 30 відсотків. Як свідчать дані (див. табл. 1), валютні резерви у відношенні до ВВП зросли з 2,9 % у 1995 р. до 4,7 % у 1997 р., але порівняно з 1996 р. зростання становило лише 0,3 відсотка. Основне зростання валютних резервів відбувався саме в 1996 р., а в тижнях імпорту в 1996 р. ця величина склала 4,9.

Підсумки 1997 р. були в цій частині ще більш вражаючими. Залучені кошти на ринку ОВДП склали 7,9 млрд.грн., тобто зросли в 3,1 раза. При цьому основну роль починають відігравати саме нерезиденти, оскільки сумарно за підсумками 1997 р. борг бюджету за ОВДП зріс до 6,7 млрд.грн. з 1,8 млрд.грн. у 1996 р.; близько 42 % склали борги нерезидентів. Це дозволяло і далі збільшувати, передусім, валютні резерви, оскільки інші складові їх збільшення, що традиційно використовувалися раніше, не спричиняли значного впливу на ріст резервів. Надходження від міжнародних фінансових організацій не збільшилися, а навіть знизилися – з 1292,1 млн.дол.США у 1996 р. до 1071,13 млн.дол.США у 1997 році.

Разом з тим у цей час з'являються і починають зростати зовнішні комерційні позики, що становили майже півмільярда доларів, оскільки необхідно було і підтримувати валютні резерви, і розв'язувати поточні бюд-



жетні та боргові проблеми. Фактично це вже була лихоманка грошових та фінансових структур, що намагалися втриматися будь-якою ціною за помилкову стратегію. Поряд з цим на тому ж рівні від'ємним було сальдо зовнішньої торгівлі. Все це повинно було викликати досить значну стурбованість стосовно стану справ, перш за все, в частині міжнародної конкурентоспроможності експорту, хоча, на нашу думку, відповідних висновків не було зроблено: від'ємне сальдо торговельного балансу України в основному пов'язувалося з боргами, що утворюються внаслідок дефіциту енергоносіїв в Україні. Пізніше підсумками 1998 та особливо 1999 рр. було доведено (табл. 8, 9), що значна девальвація курсу гривні, незважаючи на невіршеність проблеми енергоносіїв в Україні і до цього часу, призвела до зміни як у структурі, так і в динаміці зовнішньоторговельної діяльності. Це дозволило отримати в 1999 р. позитивне сальдо торгівлі – хоча це відбулося, перш за все, як було вже вище сказано, на фоні скорочення обсягів зовнішньої торгівлі. Аналіз стану справ в цій частині буде зроблено нижче.

У 1997 р. на ринку ОВДП продовжується активна діяльність комерційних банків і за підсумками 1997 р. бюджет стає винен їм 1,8 млрд.грн., що становить 23,9 % заборгованості за цінними паперами Уряду. Проте, якщо заборгованість комерційних банків до бюджету України складала в 1996 р. 44,4 % загальної суми, то зниження їх питомої ваги на 20,5 % свідчить про зниження їх реальної активності майже у 2 рази. Це і зрозуміло, – з одного боку, існувала обмеженість ресурсів комерційних банків, а з іншого, – вони глибше відчували, що складається ситуація, яка призведе до втрати вкладених коштів через очікувану фінансову нестабільність.

Зниження активності комерційних банків вимушений був компенсувати Національний банк України, який збільшив обсяги своєї діяльності на ринку ОВДП, хоча це теж було помилковим рішенням. Воно призвело до збільшення заборгованості бюджету перед НБУ у 5,3 рази, а за питомою вагою частка боргів за ОВДП перед НБУ склала у 1997 р. 23,3 % проти 16,6 % у 1997 році. У 1997 р. до 0,5 млрд.грн. зросла роль на ринку ОВДП так званих небанківських установ, у порівнянні з 0,1 млрд.грн. у 1996 р., тобто майже в 5 разів, проте їх питома вага в останньому стабільному році склала лише 7,5 %, і вони не відігравали суттєвої ролі на цьому ринку.

У 1997 р. значно знизилася також реальна дохідність ОВДП. У середньому вона була близькою до 20 % на рік, проте значно перевищувала дохідність реального сектора економіки. Так, рентабельність промислової продукції у 1996 р. становила 8,9 %, що складало близько 40,0 % реальної дохідності ОВДП, а в 1997 р. рентабельність промислової продукції складала в середньому 5,7 % – приблизно 20,0 % від реальної дохідності за ОВДП. Не було жодної галузі промисловості, яка б працювала на такому рівні дохідності – навіть найважливіші галузі економіки України не мали такого рівня дохідності. У сільському господарстві виключенням було лише виробництво зерна та насіння соняшнику, всі інші види виробництва основних видів сільськогосподарської продукції були збитковими.

Фактично держава всі ці роки була реальним і набагато сильнішим конкурентом у боротьбі за перерозподіл фінансових ресурсів на свою користь, що знекровлювало реальний сектор економіки. Все це не могло не дестабілізувати економіку і не сприяти економічному зростанню.

Динаміка та галузева структура товарного експорту України за 1996–1999 рр.\*

Товарна група, стаття балансу	Експорт товарів, млн.дол.США				Питома вага, %				Темпи зростання, %			
	1996	1997	1998	1999	1996	1997	1998	1999	97/96	98/97	99/98	99/96
<b>Промисловість</b>	13 208,87	13 133,25	11 538,73	10 279,47	91,72	92,28	91,31	88,76	99,43	87,86	89,09	77,82
Паливо мінеральне, електроенергія (27)	626,01	603,17	520,68	701,00	4,35	4,24	4,12	6,05	96,35	86,32	134,63	111,98
Сіль, сірка, руди тощо (25, 26)	618,59	679,78	642,89	468,04	4,30	4,78	5,09	4,04	109,89	94,57	72,80	75,66
Чорні метали та вироби з них (72,73)	4 425,31	5 453,58	4 849,29	4 293,57	30,73	38,32	38,37	37,07	123,24	88,92	88,54	97,02
Кольорові метали та вироби з них (74-81)	292,41	410,83	456,40	555,12	2,03	2,89	3,61	4,79	140,50	111,09	121,63	189,84
Хімічна продукція (13, 28-32, 35-40, 54, 55)	1 981,33	1 812,85	1 575,52	1 272,20	13,76	12,74	12,47	10,98	91,50	86,91	80,75	64,21
Вироби машинобудування (реактори, котли, транспорт, машини, прилади, інструменти, спортивінвентар тощо) (82-92)	2 149,32	2 012,42	1 815,73	1 414,59	14,93	14,14	14,37	12,21	93,63	90,23	77,91	65,82
Деревинна та паперова продукція (44, 47, 48, 94)	200,16	209,64	238,38	326,18	1,39	1,47	1,89	2,82	104,74	113,71	136,84	162,96
Будівельні матеріали (68-70)	172,77	133,70	108,54	79,07	1,20	0,94	0,86	0,68	77,38	81,18	72,85	45,77
Легка промисловість (33, 34, 41-43, 50-53, 56-67)	601,92	624,23	622,78	571,50	4,18	4,39	4,93	4,93	103,71	99,77	91,77	94,95
Харчова промисловість (02-04, 11, 15-24)	2 354,12	1 337,75	785,75	727,58	16,35	9,40	6,22	6,28	56,83	58,74	92,60	30,91
Фармацевтична продукція (30)	72,46	90,41	60,21	30,71	0,50	0,64	0,48	0,27	124,78	66,59	51,00	42,38
Інші промислові товари (45, 49, 95, 96)	48,75	54,33	44,15	32,51	0,34	0,38	0,35	0,28	111,45	81,26	73,64	66,69
<b>Сільське господарство</b>	689,89	459,99	591,71	689,14	4,79	3,23	4,68	5,95	66,68	128,63	116,47	99,89
Тваринництво (01,05)	44,59	13,40	2,60	4,64	0,31	0,09	0,02	0,04	30,05	19,41	178,26	10,40
Рослинництво (06-10, 12, 14)	645,30	446,59	589,11	684,50	4,48	3,14	4,66	5,91	69,21	131,91	116,19	106,08
Різне (97-99)	520,05	638,67	509,98	612,97	3,49	4,49	4,01	5,29	122,80	74,80	120,20	117,90
<b>Всього</b>	<b>14 400,81</b>	<b>14 231,91</b>	<b>12 637,42</b>	<b>11 581,58</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>98,83</b>	<b>88,80</b>	<b>91,65</b>	<b>80,42</b>

\* За даними Держкомстату України.

Таблиця 9

Динаміка та галузева структура товарного імпорту України за 1996–1999 рр.\*

Товарна група, стаття балансу	Імпорт товарів, млн.дол.США				Питома вага, %				Темпи зростання, %			
	1996	1997	1998	1999	1996	1997	1998	1999	97/96	98/97	99/98	99/96
<b>Промисловість</b>	16 936,95	16 511,62	14 095,02	11 287,78	96,21	96,40	96,04	95,29	97,49	85,36	80,08	66,65
Паливо мінеральне, електроенергія (27)	8 406,65	7 807,37	5 940,69	5 213,61	47,76	45,58	40,48	44,01	92,87	76,09	87,76	62,02
Сіль, сірка, руди тощо (25, 26)	374,71	345,53	380,13	387,43	2,13	2,02	2,59	3,27	92,21	110,01	101,92	103,40
Чорні метали та вироби з них (72, 73)	441,14	388,18	349,47	185,22	2,51	2,27	2,38	1,56	88,00	90,03	53,00	41,99
Кольорові метали та вироби з них (74-81)	237,87	205,81	202,97	150,02	1,35	1,20	1,38	1,27	86,52	98,62	73,91	63,07
Хімічна продукція (13, 28-32, 35-40, 54, 55)	1 582,48	1 546,32	1 414,13	1 100,10	8,99	9,03	9,64	9,29	97,71	91,45	77,79	69,52
Вироби машинобудування (реактори, котли, транспорт, машини, прилади, інструменти, спортінвентар тощо ) (82-92)	3 298,47	3 765,12	3 490,44	2 331,94	18,74	21,98	23,78	19,69	114,15	92,70	66,81	70,70
Деревинна та паперова продукція (44, 47, 48, 94)	574,57	575,48	501,06	410,50	3,26	3,36	3,41	3,47	100,16	87,07	81,93	71,44
Будівельні матеріали (68-70)	159,61	202,56	161,28	129,68	0,91	1,18	1,10	1,09	126,90	79,62	80,41	81,25
Легка промисловість(33, 34, 41-43, 50-53, 56-67)	589,06	596,97	590,50	507,94	3,35	3,49	4,02	4,29	101,34	98,92	86,02	86,23
Харчова промисловість (02-04, 11, 15-24)	1 189,67	733,31	867,44	725,67	6,76	4,28	5,91	6,13	61,64	118,29	83,66	61,00
Фармацевтична продукція (30)	255,52	423,51	305,89	244,88	1,45	2,47	2,08	2,07	165,74	72,23	80,06	95,84
Інші промислові товари (45, 49, 95, 96)	89,57	82,17	84,61	70,06	0,51	0,48	0,58	0,59	91,74	102,97	82,81	78,22
<b>Сільське господарство</b>	242,70	158,43	176,35	169,91	1,38	0,93	1,20	1,43	65,28	111,31	96,35	70,01
Тваринництво (01,05)	20,62	13,76	10,80	5,37	0,12	0,08	0,07	0,05	66,73	78,54	49,69	26,04
Рослинництво (06-10, 12, 14)	222,08	144,68	165,54	164,54	1,26	0,84	1,13	1,39	65,15	114,42	99,40	74,09
Різне (97-99)	423,70	457,91	404,19	388,45	2,40	2,70	2,80	3,30	108,10	88,30	96,10	91,70
<b>Всього</b>	<b>17 603,35</b>	<b>17 127,96</b>	<b>14 675,56</b>	<b>11 846,14</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>97,30</b>	<b>85,68</b>	<b>80,72</b>	<b>67,29</b>

\*За даними Держкомстату України.



У 1998 р. ситуація на ринку ОВДП цілком змінюється на протилежну. Основну частину ОВДП тепер вже вимушено купує Національний банк України, внаслідок чого частка його в заборгованості за ОВДП за підсумками 1998 р. складає вже 84 %, а загальна заборгованість перед усіма суб'єктами цього ринку за ОВДП зростає до 7,5 млрд. гривень. По суті НБУ перекупляє ОВДП, інакше обслуговування державного боргу і фінансування дефіциту бюджету призвели б до значно більших загострень як на валютному ринку, так і в бюджетній сфері та й в цілому в економіці. Національний банк України продовжує здійснювати помилкову стратегію підтримки стабільного курсу валюти. Для цього Уряд збільшує запозичення до величини понад 1,7 млрд. дол. США за фідучіарними позиками; більше, ніж 700 млн. дол. США становлять кредити міжнародних фінансових організацій. Згідно з рекомендаціями МВФ, використовується традиційна модель підтримки фінансової стабільності на основі використання як якоря курсу валюти, що є принциповою помилкою в стратегії політики фінансової стабілізації. Пізніше (у 2000 р.) відмова від підтримки стабільного курсу валюти в Польщі стала яскравим проявом помилковості такої стратегії, незважаючи на те, що економіка цієї країни довгий час зростала.

Внаслідок змін, що відбулися, бюджет, за підсумками 1998 р., майже не має боргів перед небанківськими установами. Борг бюджету комерційним банкам скорочується в 2,6 рази, а нерезидентам – у 7 разів. Таким чином, за підсумками 1998 р. відбувається, по суті, оплата значної суми боргу комерційним банкам і небанківським установам, і борг переходить до НБУ, оскільки заборгованість бюджету за ОВДП перед НБУ досягає 6,3 млрд. грн.; відбувається також втрата валютних резервів.

Результати стратегії фінансової стабілізації, заснованої на використанні як якоря стабілізації валютного курсу національної валюти, показують, з точністю до навпаки, що замість стабільного курсу валюти було отримано його дестабілізацію. За підсумками 1998 р., валютний резерв складав лише 793 млн. дол. США, що фактично означало втрату всіх можливостей подальшої підтримки курсу національної валюти.

Стосовно нерезидентів слід зазначити, що у 1998 р. заборгованість перед ними зменшується на 2,4 млрд. грн., що складало на той час близько 1 млрд. дол. США, що, по суті, є величиною втрачених валютних резервів.

Виплата боргів нерезидентам за ОВДП продовжувалася і в 1999 р., причому лише величина погашення основного боргу без процентів склала суму понад 200 млн. дол. США. Якщо виходити з того, що у 1997 р. величина валютних резервів досягла в Україні 2,4 млрд. дол. США, то нерезидентам у 1998 р. довелося виплатити 42 % від цієї суми. Зрозуміло, що державні боргові зобов'язання були значною мірою причиною того, що цілком виправдано була втрачена довіра до можливостей підтримки стабільного курсу валюти.

Завдяки тому, що Національний банк України у II та III кварталах 1998 р. купував ОВДП, бюджет мав заборгованість перед ним за ОВДП в сумі 4,1 млрд. гривень. Зрозуміло, що і за підсумками 1999 р. діяльність НБУ на ринку ОВДП в умовах, що були створені, мала бути такою, щоб випуск ОВДП перевищував погашення за них на суму понад 1 млрд. гривень.

*(Продовження див. у наступному номері)*