

Геєць В.М., акад. НАН України

ПОЛІТИКА СТАБІЛІЗАЦІЇ, ВАЛЮТНА КРИЗА ТА ЕКОНОМІЧНЕ ЗРОСТАННЯ В УКРАЇНІ¹

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.

Політика взаємодії НБУ і Уряду, разом із заходами адміністративного обмеження в частині впливу на валютний курс, дозволила здійснити порівняно м'яку девальвацію гривні і не допустити її обвальнішого падіння, хоча в підсумковому періоді за 1998–1999 рр. девальвація гривні була досить значною. Це призвело до того, що реальний валютний курс, за підсумками 1998 р. порівняно з 1997 р., девальзував на 19,6 коп., але не був нижчим, ніж у 1995 році. Остаточо можна стверджувати, що валютна криза в частині факторів, що зумовили її початок в 1998 р., мала глибокі причини, які були, як бачимо, суто внутрішнього характеру. За підсумками 1999 р., гривня девальзувала в реальному обчисленні ще на 36,8 коп., тобто майже в 2 рази більше, ніж у кризовому 1998 році. У результаті реальна девальвація гривні дозволила не лише змінити ситуацію у співвідношеннях експорту-імпорту, а й надала можливість у другій половині 1999 р. поживити промислове виробництво.

Оскільки таке поживлення відбулося на фоні принципових змін, перш за все, у валютній та курсовій політиці, звернемося до деяких підсумків 1999–2000 рр. з тим, щоб оцінити – наскільки ймовірною є можливість підтримки стабільного економічного зростання у 2001–2002 рр., оскільки саме це може дати бажану відповідь і, головне – оцінити результати змін в економіці України за всі останні 5 років.

Ріст промислового виробництва в Україні у 1999 р. на 4,3 % супроводжувався ростом в електроенергетиці – на 6,6 %, чорній металургії – на

¹Продовження. Початок див. у № 1/2001 журналу “Економіка і прогнозування” (стор. 34–50).



6,2 %, кольоровій металургії – на 8,9 %, деревообробній та целюлозно-паперовій промисловості – на 23,6 %, промисловості будівельних матеріалів – на 0,6 %, у легкій і харчовій промисловості – відповідно на 5,7 та 7,8 відсотка. Таке зростання виробництва могло бути досягнуто у результаті збільшення реального попиту і відповідно товарообороту, перш за все, як у частині експорту товарів, так і обсягів внутрішнього товарообороту. Разом з тим у частині структурних зрушень ситуація в 1999 р. змінилася не в кращому напрямку. Так, за підсумками 1999 р., так звані базові галузі промисловості досягли в структурі промислового виробництва 57,6 %, що є досить неприємним фактом і свідчить про регресивність структурних зрушень, оскільки скорочувалася питома вага виробництва продукції кінцевого призначення.

У 1999 р. мало місце зростання фізичного обсягу інвестицій в основний капітал на 0,4 відсотка у порівнянні з 1998 роком. Це значно менше, ніж у 1998 р. (6,1 % проти рівня 1997 р.), хоча разом з тим підтримувалася позитивна тенденція попереднього року. За підсумками 2000 р. мав місце значний ріст капіталовкладень – він становив величину 11 % при збільшенні питомої ваги витрат на машини та устаткування, що свідчить про збільшення обсягів модернізації діючих виробництв та підвищення продуктивності праці в майбутньому. Це вже є непоганою тенденцією щодо створення передумов для стабільного економічного зростання. У той же час збільшення інвестицій збільшує й попит на продукцію інвестиційного призначення, що, в свою чергу, дозволить з часом збільшити і пропозицію нових конкурентоспроможних товарів українського виробництва.

Стосовно попиту на продукцію споживчого призначення також спостерігалася досить цікава ситуація. У 1999 р., по відношенню до 1998 р., ріст товарообороту (табл. 10), включаючи громадське харчування, у фактичних цінах склав 115,7 %, що за умов інфляції цін споживчого ринку на 19,2 % свідчить про реальне скорочення в цей рік внутрішнього попиту на продукцію, перш за все, легкої та харчової промисловості. Хоча, за статистичними даними, саме в цих галузях промисловості мав місце приріст реального виробництва. При цьому аналіз свідчить (див. табл. 8 та 9)², що обсяги експорту продукції легкої та харчової промисловості скоротилися відповідно на 51,3 та 57,4 млн. дол.США. Це означає, що реально мало місце скорочення, а не розширення зовнішнього ринку для цих виробництв. Разом з тим, оскільки паралельно скоротився також імпорт продукції цих галузей відповідно на 82,0 та на 147,0 млн. дол.США, то мало місце імпортозаміщення продукції цих галузей на суму понад 200 млн. дол.США, що продуктивно впливало на динаміку виробництва в цих галузях.

² Див. текст, надрукований у № 1/2001, с. 48–49.



Таким чином, девальвація гривні не підвищила рівень цінової конкурентоспроможності наших товарів, що виробляються цими галузями, на зовнішніх ринках, проте реально обмежила імпорт. Тим самим вдалося зберегти робочі місця і переорієнтувати частину національних споживачів на продукцію українських виробників. Це зумовлює до висновку, що потенціал росту, який мав місце в 1999 р. та в 2000 р., перш за все в легкій та харчовій промисловості, мав імпортозамінний характер; проте, оскільки реального збільшення товарообороту (як було вище показано) не відбулося, а реальні доходи скоротилися, то подальше зростання виробництва за рахунок імпортозаміщення можливе в першу чергу в тих галузях, продукція яких матиме можливість і в подальшому витискувати з внутрішнього ринку товари іноземного виробництва, а також за умови розширення внутрішнього попиту.

Таблиця 10

Обсяг і структура товарообороту за каналами реалізації у 1996–1999 рр.*

	Обсяги товарообороту, <i>млрд.грн.</i>			Структура товарообороту, <i>%</i>			
	1997	1998	1999	1996	1997	1998	1999
Всього	29,1	29,2	34,0	100	100	100	100
Обсяг роздрібного товарообороту у тому числі продажу товарів:	18,5	19,1	22,1	59,9	63,6	65,4	64,3
продовольчих	11,8	11,5	12,2	39,9	40,7	39,2	34,5
непродовольчих	6,7	7,6	7,6	20,0	22,9	26,2	25,9
Оборот організованих ринків у тому числі продажу товарів:	8,7	8,4	10,2	33,6	29,9	28,8	29,8
продовольчих	4,2	4,4	5,4	15,6	14,3	15,0	15,8
непродовольчих	4,5	4,0	4,8	18,0	15,6	13,8	14,0
Оборот неформальних ринків	1,9	1,7	2,0	6,5	6,5	5,8	5,9

*Про соціально-економічне становище України за 1997 р. – К.: Держкомстат України, 1998. – С. 51. Про соціально-економічне становище України за 1998 р. – К.: Держкомстат України, 1999. – С. 50. Про соціально-економічне становище України за 1999 р. – К.: Держкомстат України, 1999. – С. 49. Статистичний щорічник України за 1999 р. – К.: Техніка, 2000. – С. 270.

За існуючими оцінками, у структурі товарообороту імпорт непродовольчих товарів складає, за підсумками 2000 р., близько 42 %, а продовольчих – лише 6,6 відсотка. Якщо в цілому говорити про продукцію, перш за все харчової промисловості, то подальший її ріст за рахунок імпортозаміщення є обмеженим: він може пов'язуватися лише з розширенням внутрішнього попиту, подальшою підтримкою її конкурентоспроможності на зовнішніх ринках та відповідному розширенні зовнішнього попиту.

Підсумки 2000 р. показали, що саме завдяки цим тенденціям вдалося значною мірою досягти зростання промисловості на 12,9 відсотка. А оскільки основною складовою економічного зростання в цілому в Україні була саме



промисловість, то вказані тенденції власне і визначили ріст ВВП у 2000 р., оскільки мало місце зростання позитивного сальдо товарів та послуг до 1713 млн. дол.США за 9 місяців 2000 року. У той час як за такий же період 1999 р. ця величина становила 1001 млн. дол.США. В цілому мало місце також зростання питомої ваги товарів вітчизняного виробництва у роздрібно-товарообороті.

Стосовно продукції легкої промисловості та інших видів промислової продукції, що входять в групу непродовольчих товарів – тут перспективними і на 2001 р., і на 2002 р. є як подальша політика імпортозаміщення, так і нарощування експорту. Ключовим тут може бути те, якою мірою вдасться підтримати її за рахунок курсової політики та покращання якості, отже – конкурентоспроможності.

До інших галузей, що мали ріст реального виробництва і найбільшу питому вагу в структурі промислового виробництва, тобто значно впливали на підсумки діяльності всієї промисловості, належать, перш за все, чорна та кольорова металургія. Експорт чорних металів скоротився у 1999 р. на 555,7 млн. дол.США; імпорт теж скоротився – на 164,3 млн. дол.США. Як бачимо, таке значне скорочення експорту, що навіть перевищує весь обсяг імпорту, на фоні одночасного зростання виробництва говорить про те, що мало місце збільшення внутрішнього попиту на продукцію цієї галузі. Аналіз свідчить, що основними споживачами металопродукції в країні були машинобудування (81,0 %) та будівництво (будівельно-монтажні роботи і виготовлення будівельних конструкцій – 4,3 %). У машинобудуванні і металообробці суттєве збільшення випуску продукції протягом останніх чотирьох місяців 1999 р. дозволило значно скоротити спад виробництва в галузі з початку року, який в цілому за рік склав 0,8 % проти 4,5 % у 1998 році. Було одержано приріст продукції в металургійному (на 20,3 %), верстатобудівному і інструментальному (16,6 %), енергетичному (6,2 %) та сільськогосподарському (2,9 %) машинобудуванні, приладобудуванні (14,9 %), авіаційній промисловості (4,8 %), машинобудуванні для харчової і комбікормової промисловості (18,8 %), хімічному і нафтовому машинобудуванні (6,4 %). Таким чином, збільшення внутрішнього споживання металопродукції у машинобудуванні відбувалося, перш за все, за рахунок приросту обсягів виробництва у вказаних підгалузях машинобудування і металообробки (табл. 11).

Що стосується ситуації із зростанням виробництва у цій галузі у 2000 р., то слід відмітити, що її продукція користувалася попитом на зовнішніх ринках, а тому експорт продукції металургійного комплексу зріс за 10 місяців 2000 р. в 1,3 раза. Ця тенденція звичайно позитивно вплинула на динаміку промислового виробництва в Україні. Однак разом з тим слід мати на увазі, що майже 45-відсоткова питома вага товарного експорту цієї продукції в обсягах всього експорту в перспективі, можливо вже починаючи з 2001 р., не буде мати



стійкої тенденції до зростання. Це означає, що за рахунок металургійного комплексу, враховуючи до того ж значне антидемпінгове переслідування України, не вдасться значною мірою підтримувати економічне зростання, паралельно нарощуючи обсяги експорту. А тому подальше зростання виробництва в цій галузі можливе, перш за все, за умови підтримки активізації інвестиційної діяльності, що покращить якість продукції та підвищить ціни на неї. Тобто завдання полягає в підвищенні конкурентоспроможності галузі. Але оскільки це можливе лише в середньостроковій перспективі, то для підтримки конкурентоспроможності металургії на зовнішньому ринку необхідно здійснювати відповідну курсову політику та надавати політичну підтримку галузі для протистояння антидемпінговим переслідуванням. Одночасно необхідно звернути увагу на те, що у 2000 р. продовжувало зростати і внутрішнє споживання продукції металургії в машинобудуванні, оскільки ця галузь не тільки зупинила падіння, а й почала зростати. При цьому мало місце ще й зростання експорту продукції машинобудування на 30 відсотків. Це позитивно вплинуло не тільки на результати економічного зростання 2000 р., а й започаткувало бажану тенденцію відродження галузей інвестиційного спрямування в економіці України, що матиме позитивний вплив на динаміку економічного зростання в середньостроковій перспективі.

Таблиця 11

Обсяги виробництва та темпи змін продукції машинобудування та металообробки у 1999 р.

	Обсяг виробництва у діючих цінах, млн.грн.	Темпи змін, % до попереднього року
Машинобудування та металообробка	14 801,2	-0,8
Машинобудування	11 714,0	-2,2
Металургійне	450,5	20,3
Гірничошахтне і гірничорудне	630,7	-6,8
Залізничне машинобудування	549,6	-16,8
Електротехнічна промисловість	1 335,1	-1,3
Хімічне і нафтове машинобудування	1 175,6	6,4
Верстатобудівна і інструментальна промисловість	469,2	16,6
Приладобудування	464,5	14,9
Автомобільна промисловість	652,3	-33,8
Тракторне і сільськогосподарське машинобудування	1 075,8	2,9
Виробництво устаткування для легкої промисловості	4,6	-9,9
Виробництво технологічного устаткування для харчової і комбікормової промисловості	205,0	18,8



Що стосується приросту в 1999 р. продукції кольорової металургії та деревообробної промисловості, то його в основному можна пояснити, перш за все, ростом експорту кольорових металів і виробів із них на 98,7 млн. дол.США та деревини і паперової продукції – на 87,8 млн. дол.США. Скоротився й імпорт продукції цих галузей – відповідно на 52,9 млн. дол.США та на 90,6 млн. дол.США. Це означає, що одночасно відбувався і процес імпортозаміщення.

Слід додати, що у 2000 р. мало місце значне збільшення експорту продукції деревообробної і целюлозно-паперової промисловості. За 11 місяців 2000 р. експорт їхньої продукції зріс на 36 відсотків. Це сприяло росту виробництва продукції цієї галузі майже на 39 відсотків.

Крім перелічених аспектів аналізу причин та можливостей зростання економіки в 1999–2000 рр., слід проаналізувати динаміку запасів готової продукції (табл. 12). З аналізу даних можна зробити висновки, що у 1998 та 1999 рр. приріст оборотних коштів в економіці України був досить високим і характеризувався реальним зростанням. Так, за 1998 та 1999 рр. оборотні кошти відповідно зросли на 42,8 та 32,6 %, що значно перевищувало рівень інфляції за цей же період (у тому числі в промисловості – на 36,5 та 30,4 %). При цьому запаси товарно-матеріальних цінностей зросли на 11,5 та 30,7 % за цей же період, а грошові кошти підприємств – на 58,3 та 34,2 відсотка. Це свідчить про те, що в короткостроковому відношенні підприємства за рахунок своїх запасів готової продукції оперативно відреагували на зміну на ринку і, отримуючи додаткове динамічне надходження грошових коштів за цей же період, в подальшому мала можливість поповнити запаси готової продукції, а в разі підтримки попиту задовольняти його за рахунок ресурсів потужностей, що не були задіяні. Такий стан справ у цілому позитивно впливав на прискорення економічного зростання в 2000 році. До того ж, за підсумками 2000 р., продовжувала мати місце тенденція до збільшення грошових коштів підприємств, що позитивно впливає як на покращання функціонування поточного виробництва, так і на формування політики його оновлення та розвитку.

У результаті можна стверджувати про наявність передумов для економічного зростання в Україні і в 2000, і в 2001 роках. Разом з тим боргова проблема в Україні залишається нерозв'язаною, хоча її дещо послаблено через реструктуризацію боргів 2000 року (див. табл. 1)³.

Якщо оцінювати загалом стан справ з борговими зобов'язаннями України як зовнішніми, так і внутрішніми, то можна ситуацію в 1998 р., тобто в рік валютної кризи, охарактеризувати наступним чином. Зовнішня заборгованість по відношенню до ВВП становила 37,9 %, що, як вже відзначалося, за міжнародними “стандартами” значно нижче від критичної межі.

³ Див. текст, надрукований у № 1/2001, с. 36–37.



Таблиця 12

Динаміка оборотних коштів в економіці України за 1995–1999 рр.*

(на кінець року)

Показник	1995	1996	1997	1998	1999
Оборотні кошти, млн.грн.					
Україна – всього	68 576	101 432	133 353	190 439,4	252 544,5
Промисловість	34 744	47 950	59 496	81 214,0	105 923,2
Сільське господарство	7 890	12 287	14 327	14 939,0	15 325,1
Транспорт та зв'язок	9 296	13 485	17 623	27 603,0	32 321,1
Будівництво	3 907	5 333	6 993	8 453,0	8 783,2
Торгівля та громадське харчування	4 518	8 385	15 304	3 846,0	35 049,2
Постачання та збут	2 274	2 318	2 537	3 765,0	4 802,8
Заготівлі	796	1 107	1 450	1 767,0	1 631,6
У тому числі оборотні кошти в запасах товарно-матеріальних цінностей, млн.грн.					
Україна – всього	30 303	42 630	48 572,0	54 067,3	62 681,6
Промисловість	16 374	22 821	26 103,0	27 959,2	31 748,2
Сільське господарство	6 555	9 945	11 309,0	11 507,6	11 179,9
Транспорт та зв'язок	1 302	2 427	2 491,0	2 936,2	4 193,8
Будівництво	1 198	1 610	1 853,0	2 224,3	2 330,0
Торгівля та громадське харчування	2 429	2 399	2 824,0	4 954,5	6 649,3
Постачання та збут	872	827	717,0	784,8	914,3
Заготівлі	596	762	926,0	656,8	463,9
Оборотні кошти, млн.грн.					
Оборотні кошти – всього	68 576	101 432	133 353	190 439,4	252 544,5
у тому числі товарно-матеріальні цінності	30 303	42 630	48 540	54 085,0	70 712,5
з них:					
готова продукція				7 424,4	7 252,7
товари відвантаження і послуги	11 670	22 605	15 469	7 998,0	10 101,8
грошові кошти	4 040	2 106	2 400	3 809,0	5 050,9
дебітори	19 428	29 469	63 343	118 263,0	156 830,1
інші оборотні кошти	3 135	4 622	3 601	6 285,0	9 849,2
Структура оборотних коштів, %					
Оборотні кошти – всього	100,0	100,0	100,0	100,0	100
у тому числі товарно-матеріальні цінності	44,2	42,0	36,4	28,4	24,8
з них:					
готова продукція				3,9	2,9
товари відвантаження і послуги	17,0	22,3	11,6	4,2	2,3
грошові кошти	5,9	2,1	1,8	2,0	2,2
дебітори	28,3	29,1	47,5	62,1	67,1
інші оборотні кошти	4,6	4,5	2,7	3,3	3,6

* Дані за Статистичним збірником “Фінанси України” за відповідні роки.



При цьому платежі за поточним обслуговуванням боргу відносно до експорту товарів і послуг дещо перевищували 13 %, що істотно менше, ніж у країнах, які знаходяться у межах так званих міжнародних “стандартів”: 25–40 відсотків. Крім того, і короткострокові зобов’язання по відношенню до валютних резервів мали величину, яка дозволяла їх обслуговувати. Якщо в Росії величина цих зобов’язань майже дорівнювала величині резервів, то в Україні у 1997 р. вона була на рівні кращих країн з перехідною економікою. Вище вони були тільки у Вірменії, Киргизстані, Польщі⁴. Тобто ці складові не передбачали валютної кризи, проте вона відбулася.

Серед причин, що обумовлюють валютну кризу, може бути порушення відношення грошової маси $M2$ до величини валютних резервів та обсяги і динаміка кредитування економіки. Перша характеризує, по суті, зовнішню заборгованість держави, оскільки валютні резерви нагромаджувалися в основному за рахунок різноманітних видів зовнішніх запозичень, а друга – заборгованість реального сектора.

Стосовно відношення грошової маси $M2$ до величини валютних резервів в період з 1995 по 1999 рр. можна зауважити, що до початку валютної кризи мав місце досить високий рівень вказаного співвідношення (табл. 13). Так, за підсумками 1997 р., цей показник мав величину 5,3 грн. на 1 дол.США валютних резервів, що було краще, ніж на початку змістовних перетворень, оскільки в 1995 р. цей показник складав 6,4 грн. на 1 дол.США. Після валютної кризи показник співвідношення грошової маси та валютних резервів сягнув 19,5 грн. на 1 дол.США; за 1999 р. ця величина теж дещо зросла, склавши 19,8 грн. на 1 дол.США. Зіставлення цього показника по країнах, що пережили валютну кризу, показує (табл. 14, 15), що стан справ в Україні в цій частині був не гірший, а можливо, навіть кращий, ніж в інших країнах, хоча найбільш непокоїть його ріст у 2000 році. Як видно з даних тієї ж табл. 13, цей показник склав уже 29,6 грн. за 1 дол.США.

Існуючі дані щодо країн, які пережили валютну кризу у 1980–1982 рр. (Чилі, Мексика) та Аргентина у 1989–1991 рр., а також Уругвай, Мексика, Аргентина в 1993–1995 рр. свідчать про те, що курс національної валюти до долара США знизився від 1,9 раза в Чилі (1982 р.) до 2,2 раза в Мексиці (1982 р.); в Україні – у 2,3 раза (1998–1999 рр.). При цьому співвідношення грошової маси в даних країнах та величини валютних резервів було досить різноманітним. Так, в Аргентині, яка пережила валютну кризу, вказане співвідношення було чи не найкращим; проте це не зупинило досить високу девальвацію національної валюти (див. табл. 14) – після валютних потрясінь 1991 р. цей показник того ж року зріс у понад 16 разів.

⁴ Монтес М.Ф., Попов В.В. Азиатский кризис или голландская болезнь. – М.: Дело, 1999. – С. 38–39.



Таблиця 13

Співвідношення грошової маси (M2) та величини валютних резервів в Україні у 1995–2000 рр.*

Показник	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Валютний курс в середньому за рік, грн./дол.США	1,4731	1,8295	1,8617	2,4495	4,13044	5,44023
Грошова маса M2, млн.грн.	6846	9023	12448	15432	21714	31387
Валютні резерви, млн.дол.США	1069	1972	2359	793	1094	1059
Кількість грошової маси на одиницю валютних резервів, грн./дол.США	6,404	4,576	5,277	19,460	19,848	29,638
Відношення валютного курсу до кількості грошової маси на одиницю валютних резервів, грн./дол.США	0,2300	0,3998	0,3528	0,1259	0,2081	0,1836

* Розраховано за даними: Бюлетень Національного банку України. – 2000. – № 12.

Таблиця 14

Співвідношення валютного курсу, грошової маси та валютних резервів для окремих країн за попередні та одночасні з валютними кризами періоди*

Показник	Чилі			Мексика			Аргентина		
	1980	1981	1989	1980	1981	1982	1989	1990	1991
Курс національної валюти / дол.США	39,00	39,00	73,43	0,023	0,025	0,056	0,042	0,488	0,954
Грошова маса на одиницю валютних резервів	89,235	111,723	266,887	0,438	0,474	3,663	0,106	0,688	1,811
Валютний курс до грошової маси віднесеної до величини валютних резервів	0,4370	0,3491	0,2751	0,0525	0,0527	0,0153	0,3974	0,7089	0,5269
	Уругвай			Мексика			Бразилія		
	1992	1993	1994	1993	1994	1995	1993	1994	1995
Курс національної валюти / дол.США	3,027	3,948	5,053	3,116	3,375	6,419	0,032	0,639	0,918
Грошова маса на одиницю валютних резервів	11,435	13,551	16,449	12,827	59,634	27,562	0,181	1,941	3,256
Валютний курс до грошової маси, віднесеної до величини валютних резервів	0,2647	0,2913	0,3072	0,2429	0,0566	0,2329	0,1770	0,3293	0,2819

*Розраховано за даними International Financial Statistics, IMF, 1995; Россия в меняющемся мире, – М.: ИЭА, 1997. – 667 с.



Таблиця 15

Співвідношення валютного курсу, грошової маси та валютних резервів для окремих країн за період 1995–1998 рр.*

Показник	Франція			Німеччина			Чехія		
	1996	1997	1998	1996	1997	1998	1996	1997	1998
Курс національної валюти / дол.США	5,237	5,9881	5,6221	1,5548	1,7921	1,6730	27,332	34,636	30,004
Грошова маса на одиницю валютних резервів	125,504	117,179	85,327	14,723	16,313	17,860	93,556	120,693	96,664
Валютний курс до грошової маси віднесеної до величини валютних резервів	0,0417	0,0511	0,0659	0,1056	0,1099	0,0937	0,2921	0,2870	0,3104
	Польща			Китай			Естонія		
	1996	1997	1998	1996	1997	1998	1995	1996	1997
Курс національної валюти / дол.США	2,8755	3,518	3,504	8,2982	8,2798	8,2787	11,462	12,440	14,336
Грошова маса на одиницю валютних резервів	7,651	8,644	8,352	71,091	64,350	70,756	17,895	22,229	25,747
Валютний курс до грошової маси віднесеної до величини валютних резервів	0,3759	0,4070	0,4195	0,1167	0,1287	0,1170	0,6405	0,5596	0,5568

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

Якщо проаналізувати відповідні дані по всій групі країн, згаданих у табл. 14, що пережили валютну кризу в різні роки, то ми побачимо, що показники відношень грошової маси в національній валюті до величини валютних резервів країни мають досить суттєві відмінності. Якщо до цих даних, які наведені для країн, що мали валютну кризу в різні періоди часу 80-х та 90-х рр., додати і дані для України періоду 1997–1999 рр. (див. табл. 14), то ми побачимо, що українська економіка протягом 3-х років (з 1995 по 1997 рр.) мала непогане співвідношення грошової маси і валютних резервів, тобто на одиницю валютних запасів припадала порівняно невелика величина грошової маси в обігу. При цьому для всіх країн, які перенесли валютні кризи (див. табл. 13, 14), вказане співвідношення було меншим ніж, скажімо, для Франції, Чехії, Китаю, Німеччини, Польщі або таким, як і для окремих країн, які не мали валютної кризи (див. табл. 15).

Із цього можна зробити висновок, що для аналізу і прогнозу можливого виникнення валютної кризи в країні недостатньо оперувати даними валютних резервів у співвідношенні з грошовою масою, що знаходиться в обігу.



Для того, щоб докладніше проаналізувати складові валютної та грошово-кредитної політики, що можуть провокувати валютну кризу, нами було введено показник, що характеризував відношення валютного курсу (e) до величини співвідношення грошової маси ($M2$) і валютних резервів (R) (дані розрахунків див. у табл. 13–15).

Шляхом аналізу наведених даних можна виділити досить цікаву закономірність. Вона полягає в тому, що країни з досить стабільною та розвинутою економікою (Франція, Німеччина, Японія, Китай) можуть проводити досить ліберальну грошову політику, і при цьому рівень обсягу грошей в обігу на одиницю валютних резервів у відношенні до валютного курсу, як правило, значно нижчий відповідних показників для країн з порівняно слабкою економікою. У результаті проведених розрахунків визначено, що відхилення між курсом національної валюти і грошовою масою, віднесеною до величини валютних резервів, може бути досить значним (відрізнитися на величину понад 90 %). Водночас, чим слабкішою виявляється економіка, тим більш високим повинен бути рівень забезпечення курсу національної валюти валютними резервами, і тим більш обмеженою має бути грошова політика. Як видно з даних тих же таблиць, вказане співвідношення $\left(\frac{e/M2}{R} \right)$

виявляється за абсолютною величиною, порівняно з високорозвиненими країнами, більшим і досягає 30–40 %, в окремих випадках навіть перевищуючи 70 відсотків. Тобто відмінність у відношенні величини валютного курсу до співвідношення грошової маси в обігу і валютних резервів, що її забезпечують, має бути в 3–4 рази більшою, ніж у високорозвинених стабільних економіках. Можна зробити висновок, що, в разі можливості підтримувати вказане співвідношення у відповідних межах, економіка тієї чи іншої країни може не допускати валютної кризи. Величина вказаного співвідношення залежить від рівня розвитку економіки і ступеня довіри до економічної політики. Чим він нижчий – тим більшу величину валютних резервів слід мати для підтримки стабільності національної грошової одиниці.

Серед інших причин, що зумовлюють фінансову кризу, вище було названо обсяги та динаміку кредитування державного сектора, оскільки заборгованість державного сектора може збільшуватися і завдяки кредитам, отриманим від банків. Як видно з аналізу відповідних даних для України та країн, які мали валютні кризи в різні роки (табл. 16, 17), як правило, уряди країн, на відміну від України, не отримували значних обсягів кредитів від банківського сектора. Виключенням була хіба що Швеція під час кризи 1991 р., коли рівень банківських кредитів урядовому сектору досяг величини 5,5 % від ВВП та Бразилія, в якій ця величина кредитів в окремі роки складала 54 % від ВВП. Зрозуміло, що за таких умов Бразилія мала надзвичайно високу інфляцію. Пізніше, у 1994 р., уряд Бразилії значно скоротив (до 5,2 %) величину кредитів, отриманих від банківського сектора. Уряд України, як бачимо, мав досить високий



рівень такого кредитування від банківського сектора (6,9–7,8 %) навіть в останні роки (1995–1999 рр.), що не могло не стимулювати прискорення валютної кризи.

Таблиця 16

Кредити, надані в Україні органам загальнодержавного управління та суб'єктам господарювання в 1995–1999 рр.* (на кінець періоду), млн.грн.

	Кредити органам загальнодержавного управління			Кредити НБУ суб'єктам господарювання		Кредити надані комерційними банками суб'єктам господарювання		Відношення кредитів, наданих суб'єктам господарювання до ВВП, %	Відношення кредитів органам загальнодержавного управління до ВВП, %
	Всього	НБУ		Всього	у тому числі в інвалюті	Всього	у тому числі в нац. валюті		
		всього	у тому числі в інвалюті						
1995	4393	4393	1249	0,1	–	4078	3029	–	–
1996	5809	5804	2236	1	–	5452	4102	6,7	7,1
1997	5829	5816	2282	35	34	7295	5195	7,9	6,2
1998	7683	7625	4160	103	103	8855	5102	8,7	7,4
1999	9860	9743	6325	150	150	11783	5715	9,4	7,7
2000	10849	10726	7307	168	149	19121	10222	11,1	6,2

*За даними Бюлетеня НБУ. – 2000. – № 12.

Таблиця 17

Співвідношення банківських кредитів урядовому сектору та ВВП для окремих країн за попередні або одночасні з валютними кризами періоди*

Показник	Аргентина			Мексика			Бразилія		
	1992	1993	1994	1992	1993	1994	1992	1993	1994
ВВП, млрд. од. нац. валюти в поточних цінах	226,8	236,5	257,4	1125,3	1256,2	1420,2	0,6	14,1	349,2
Банківські кредити урядовому сектору, млрд. од.нац. валюти	-2,0	2,6	2,0	-6,1	-24,8	-61,1	0,3	7,6	18,5
Банківські кредити урядовому сектору до ВВП, %	-0,9	1,0	0,7	-0,6	-2,2	-4,8	54,0	53,9	5,2
	Швеція			Фінляндія			Норвегія		
	1990	1991	1992	1990	1991	1992	1990	1991	1992
ВВП, млрд. од. нац. валюти в поточних цінах	1359,9	1447,3	1447,2	515,4	480,9	487,2	722,1	762,8	784,3
Банківські кредити урядовому сектору, млрд. од. нац. валюти	-36717,3	79601,5	12975,3	-19,0	-6,5	81,0	-12275,7	-5339,6	5490,1
Банківські кредити урядовому сектору до ВВП, %	-2,700	5,500	9,00	-0,004	-0,001	0,017	-1,700	-0,700	0,700

*Згідно з даними: Россия в меняющемся мире. – М.: ИЭА, 1997. – 667 с.



Валютна криза, як відомо, може бути викликана і ростом заборгованості приватного сектора за рахунок збільшення обсягу отриманих ним кредитів. Як свідчать дані табл. 16, цей показник в Україні не відігравав такої ключової ролі в провокуванні валютної кризи. Якщо зіставимо дані для України (див. табл. 16) з відповідними даними для країн, які мали валютні потрясіння у відповідні періоди (табл. 18), то можна бачити, що Україна за цим показником значною мірою відставала від країн, де мала місце валютна криза. Якщо для Аргентини співвідношення банківських кредитів приватному сектору до ВВП складало найменшу величину: 15,2–18,4 % в 1992–1994 рр., то для Бразилії в той же період часу це співвідношення сягало величини аж до 96,3 % в 1993 р., тобто перевищувало цей показник в Аргентині у понад 5 разів.

Крім того, та ж Аргентина пережила валютну кризу при співвідношенні вкладених кредитів до ВВП на рівні 25,4–33,9 % в 1980–1982 роках. Фінляндія, країна з досить розвинутою в ринковому відношенні економікою, в кризові та передкризові роки мала це співвідношення на рівні 88,0–97,9 відсотка. У той же час в США, які досягли значних успіхів в розвитку економіки, банківські кредити приватному сектору по відношенню до ВВП (1996–1998 рр.) мали величину 65,6–71,5 відсотка.

Якщо виходити з аналізу вказаних співвідношень для різних країн у зіставленні з Україною, то, як свідчать дані табл. 17, цей показник не перевищував величини 9,4 % у 1999 р., а в передкризовому 1997 р. – 7,9 %, що значно нижче, ніж в інших країнах, що пережили валютну кризу. Більше того, можна з упевненістю говорити, що вказане співвідношення для України свідчить про існуюче значне монетарне обмеження реального сектора економіки. Саме цей показник більш змістовно характеризує рівень монетизації економіки і особливо реального сектора, ніж загальновідоме відношення грошової маси ($M2$) до ВВП, яке останнім часом почало зростати, про що свідчать підсумки 1999 р., коли співвідношення $M2/ВВП$ досягло 17,2 відсотка.

Разом з тим аналіз свідчить про те, що Україна мала значний рівень кредитування реального сектора економіки з боку населення за рахунок масштабних невіплат заробітної плати та взаємної заборгованості підприємств. Так, кредиторська заборгованість на початок 1999 р. складала 153,6 млрд. грн., а на 01.01.2000 р. – 229,2 млрд. грн., тобто зросла на 75,6 млрд. гривень. У свою чергу дебіторська заборгованість з 106,4 млрд. грн. на початок 1999 р. зросла на початок 2000 р. до 170,3 млрд. грн.; річний приріст становить 63,9 млрд. гривень.

Співвідношення банківських кредитів приватному сектору та ВВП по окремих країнах
за попередні або одночасні з валютними кризами періоди*

Показник	Аргентина			Мексика			Бразилія		
	1992	1993	1994	1992	1993	1994	1992	1993	1994
ВВП, млн. од. нац. валюти	226 847	255 326	279 400	1 125 334	1 256 196	1 423 364	641	14 097	349 205
Банківські кредити приватному сектору, млн. од. нац. валюти	34 564	42 600	51 372	288445	362 958	496 078	348	11 589	158 829
Банківські кредити приватному сектору до ВВП, %	15,2	16,7	18,4	25,6	28,9	34,9	54,3	82,2	45,5
	Аргентина			Чилі			Уругвай		
	1980	1981	1982	1980	1981	1982	1980	1981	1982
ВВП, млн. од. нац. валюти	3 840	7 474	21 852	1 075	1 273	1 239	92 204	122 453	128 696
Банківські кредити приватному сектору, млн. од. нац. валюти	835	2220	6844	466,7	650,5	1021,9	34 333	48 205	92 039
Банківські кредити приватному сектору до ВВП, %	21,7	29,7	31,3	43,4	51,1	82,4	37,2	39,3	71,5
	Швеція			Фінляндія			Норвегія		
	1990	1991	1992	1990	1991	1992	1990	1991	1992
ВВП, млн. од. нац. валюти	1 359,88	1 447,33	1 441,72	515 430	480 870	476 780	660,55	686,68	702,95
Банківські кредити приватному сектору, млн. од. нац. валюти	791,16	785,4	784,3	453 646	470 852	439 937	462,33	442,02	448,01
Банківські кредити приватному сектору до ВВП, %	58,2	54,3	54,4	88,0	97,9	92,3	70,0	64,4	63,7
	США								
	1996	1997	1998						
ВВП, млн. од. нац. валюти	7 661,6	8110,9	8 510,7						
Банківські кредити приватному сектору, млн. од. нац. валюти	5 027	5 444,5	6 088,9						
Банківські кредити приватному сектору до ВВП, %	65,6	67,1	71,5						

*За даними: International Financial Statistics, IMF, 1995. International Financial Statistics, IMF, 1999.



Сумарна різниця між кредиторською і дебіторською заборгованістю складала на початок 2000 р. 58,9 млрд. гривень. У 2000 р. вказана різниця зросла на 11,7 млрд. гривень. Це означає, що у 2000 р. реальний сектор отримав безпроцентний кредит на суму понад 11 млрд. грн., оскільки, як вже вище вказувалося, до складу кредиторської заборгованості включені як борги перед бюджетом, так і по заробітній платі. Сумарна заборгованість перед бюджетом складала на початок 2000 р. 18,8 млрд. гривень. Крім наведених вище даних по заборгованості в Україні, борги по заробітній платі в цілому склали на початок 2000 р. 6,4 млрд. грн., з них 5,9 млрд. грн. – перед працівниками небюджетної сфери, що власне свідчить про безпроцентне кредитування населенням реального сектора економіки.

Сумарна оцінка рівня всіх боргів, які мають місце в економіці України у відношенні до ВВП, дозволяє стверджувати, що валютна криза в Україні у 1998 р. мала борговий характер і відбувалася за рахунок насамперед того, що у нерезидентів зріс рівень недовіри до можливостей підтримки стабільного валютного курсу. На сьогодні передумови для подолання боргової кризи ще не ліквідовані, оскільки рівень, перш за все, боргових зобов'язань Уряду перед західними кредиторами і необхідність оплати державою боргових зобов'язань за енергоносії в 2000–2001 рр. значно перевищують можливості України. Подолання такого негативного стану справ можливе лише за домовленості з кредиторами в напрямку часткового списання боргів та їх реструктуризації. В Інституті економічного прогнозування розроблено пропозиції щодо стратегії дій Уряду в цьому напрямку, що зводяться до наступного.

Необхідно досягти домовленостей з кредиторами щодо погашення та обслуговування державного боргу у 2000–2002 роках.

На початку 2000 р. Урядом було розпочато переговори з комерційними кредиторами щодо конверсії зовнішніх облігаційних позик України у нові боргові цінні папери, деноміновані у доларах та євро, з терміном погашення до 2007 р. та щоквартальною сплатою доходу в розмірі 10 і 11 % річних. Варто зазначити, що реструктуризація боргу у формі перенесення термінів сплати за борговими зобов'язаннями дозволяє згладити піки боргових виплат, проте не знімає гостроту проблеми обслуговування боргів. Вона дає лише тимчасове полегшення, за якого загальна сума боргу не зменшується, а борговий тягар навіть посилюється внаслідок здійснення процентних виплат, що нараховуються на відстрочену суму.

Необхідно домагатися укладання угод з кредиторами щодо реструктуризації заборгованості на умовах зниження боргового навантаження. Заборгованість перед офіційними кредиторами може бути реструктурована через укладання угод з Паризьким клубом; заборгованість перед іноземними комерційними банками – з консорціумом комерційних банків. Позики міжнародних фінансових організацій (МВФ, Світового банку) реструктуризації не підлягають, допомога цих організацій полягає у наданні позитивних нетто-кредитів.



При опрацюванні схем реструктуризації заборгованості комерційним кредиторам варто враховувати, що з 1989 р. у рамках Лондонського клубу був прийнятий новий підхід до врегулювання зовнішньої заборгованості країн, що розвиваються: почали проводитися операції з добровільного скорочення розміру боргу із врахуванням котирувань вторинного ринку. Для зменшення суми боргових зобов'язань цінні папери держави підлягають обміну на нові боргові цінні папери з дисконтом чи з більш низькими процентними ставками, або ж державні облигації викуповуються позичальником за грошові кошти зі знижкою. Через здійснення вказаних операцій фактично було списано частину зовнішньої заборгованості Аргентини, Мексики, Венесуели, Коста-Ріки, Філіппін, Уругваю, Йорданії, Бразилії, Домініканської Республіки.

Одним із вигідних для позичальника методів врегулювання зовнішньої заборгованості є викуп державою своїх боргових зобов'язань на вторинному ринку зі знижкою за іноземну валюту. Для викупу на вторинному ринку можуть використовуватися як офіційні валютні резерви країни, так і кредити міжнародних фінансових організацій. Поширеною схемою реструктуризації державного боргу є викуп державою власних боргових зобов'язань з дисконтом за національну валюту, за рахунок якої кредитори отримують можливість придбати акції національних компаній. Практикується також прямий обмін боргових цінних паперів на корпоративні. Привабливою для країни-позичальника є конверсійна схема типу “борг на експорт”, яка сприяє збереженню робочих місць та виробничого потенціалу країни.

Кваліфіковане управління зовнішнім боргом надає державі можливість заощадити суттєву частку валютних коштів, що сприяє забезпеченню стійкості платіжного балансу країни та запобігає загостренню бюджетної кризи.

Для розв'язання боргових проблем та збільшення використання зовнішніх фінансових ресурсів для розвитку економіки України офіційно наголошується на необхідності продовження активної співпраці з міжнародними фінансовими організаціями, зокрема з Міжнародним Валютним Фондом, Світовим Банком та Європейською Співдружністю.

Даний програмний захід не викликає заперечень, адже навіть у разі збалансованості бюджету та поточного рахунку платіжного балансу Україна потребуватиме залучення нових позик з метою погашення існуючих зобов'язань. Після втрати можливості залучати зовнішні ресурси від приватних кредиторів (у зв'язку з конверсією ОВДП в 1998–1999 рр., реструктуризацією зовнішніх позик “Merrill Lynch” і банку ING Barings в 1999 р., а також у зв'язку з початком переговорів щодо реструктуризації облигаційних зовнішніх позик у 2000 р.) єдиним джерелом надходження зовнішніх позичкових коштів в Україну залишилися офіційні кредити. Їхніми позитивними характеристиками є, як відомо, низька вартість обслуговування та тривалий термін погашення. Так, термін повернення кредиту “механізм розширеного фінансування” МВФ складає 10 років з відкладенням початку сплати на 4,5 роки, процентна ставка – 4,54 % річних у Спеціальні права



запозичення (СПЗ). Кредити Світового банку надаються терміном до 17–20 років з відкладенням початку сплати на 5 років та процентною ставкою за кредит LIBOR (6,5–7,7 %) + 0,5 %.

Проте суттєвим недоліком кредитів міжнародних фінансових організацій є їх політико-економічна обумовленість. Недопущення повної втрати національного суверенітету у проведенні національної економічної політики вимагає більш жорсткого відстоювання Україною національних інтересів на переговорах з кредиторами, що стосується, передусім, співробітництва України з МВФ.

Крім того, більш виваженого підходу вимагає співпраця зі Світовим банком. Зокрема, потребує перегляду політика залучення “зв’язаних кредитів” (на розвиток окремих сфер і галузей економіки). На сьогодні Уряд бере стільки, “скільки дають”. При цьому до видатків бюджету вводяться додаткові витратні статті, які покриваються “зв’язаними кредитами”. Таким чином задоволення потреб окремих зацікавлених груп виливається у додаткові видатки бюджету на обслуговування зовнішнього боргу. Надалі необхідно запровадити систему попередньої перевірки кредитів, що залучаються, відносно їх відповідності пріоритетам держави.

У частині послаблення боргових проблем досить часто пропонується створення Спеціального фонду управління державним боргом, за рахунок коштів якого передбачається проведення операцій викупу державних боргових зобов’язань тощо.

Проведення дострокового викупу державою своїх боргових зобов’язань є доцільним, і у разі реалізації матиме значний економічний ефект. Так, нині ринкова вартість українських єврооблігацій на вторинному ринку складає 70 % номіналу. Їх викуп за ціною вторинного ринку надасть можливість зменшити виплати в рахунок як погашення, так і обслуговування зовнішнього боргу.

Проте наповнення Спеціального фонду валютними коштами є малоімовірним. Передбачається, що основним джерелом ресурсів фонду стане погашення заборгованості перед Державним бюджетом підприємствами-позичальниками іноземних кредитів під гарантії Уряду. У попередні роки заходи, що вживалися Урядом для стягнення заборгованості з підприємств-боржників і зменшення ризику гарантійних випадків, не дали належного ефекту. Наприклад, за 1999 р. від підприємств-боржників у рахунок погашення заборгованості, що походить від виконання державою гарантійних зобов’язань, надійшло лише 9,6 млн. дол.США при загальній заборгованості 3,81 млрд. гривень. Це свідчить про те, що вади закладені у самій системі надання державних гарантій, і очікувати на суттєве збільшення надходжень від підприємств-боржників у нинішньому році не варто.

Планується, що іншим джерелом наповнення Спеціального фонду стане приватизація державного майна. Проте в умовах існування значних поточних зобов’язань за зовнішнім боргом надходження від приватизації слугуватимуть лише одним із джерел здійснення планових платежів за зовнішнім боргом.



Реальними джерелами дострокового викупу державою своїх боргових зобов'язань, на нашу думку, є міжнародні валютні резерви та кредити міжнародних фінансових організацій.

Уряду слід проводити політику максимального утримання приросту боргу за урядовими запозиченнями та зменшення обсягу державних гарантій.

Крім перелічених заходів, з метою стримувати наростання зовнішнього боргу України необхідно також здійснювати реальне розмежування між фінансами підприємств і держави. Саме прийняття державою боргів підприємств є основним джерелом збільшення зовнішнього боргу України. Так, у 1995 р. зовнішнє фінансування дефіциту бюджету складало -0,94 % ВВП, у 1996 р. – -0,03 % ВВП, у 1997 р. – 0,31 % ВВП, у 1998 р. – 0,82 % ВВП, у 1999 р. – -0,07 % ВВП. За таких умов зовнішній державний борг України зростати не повинен, бо теоретично зовнішній борг держави зростає на величину зовнішнього фінансування дефіциту бюджету у відповідному році. Однак реально зовнішній борг держави, починаючи з 1995 р., збільшився на 7,7 млрд. дол.США.

Однією з причин даного явища є те, що на бюджет поклалися зобов'язання щодо погашення простроченої заборгованості суб'єктів господарювання за енергоносії. Так, на зовнішній державний борг України віднесено: у 1994 р. – заборгованість за поставлений із Туркменістану природний газ у сумі 723 млн. дол.США, у 1995 р. – заборгованість за постачання природного газу із Російської Федерації, у 2000 р. – заборгованість за природний газ Росії і Туркменістану. І якщо у 1994–1995 рр. постачання природного газу здійснювалося державними підприємствами, а тому перекладання боргів за газ на бюджет можна виправдати їх неплатоспроможністю, то віднесення на державний борг заборгованості комерційних структур, що з 1998 р. здійснювали імпорт природного газу в Україну за найвищими у Європі цінами, виглядає досить дивним.

Надалі необхідно припинити практику врегулювання боргових зобов'язань підприємницького сектора за рахунок бюджету, що вимагає налагодження чіткого механізму відповідальності підприємств за своїми платіжними зобов'язаннями.

Принципове поліпшення стану справ в борговій пастці для економіки України можливе лише за умови переходу до політики стабільного економічного зростання, що може бути здійснено на першому етапі, перш за все, за рахунок можливого розширення внутрішнього ринку і відповідної політики імпорто-заміщення та відповідно нарощування експорту. Ключовим для цього старту, як було показано, є, перш за все, курсова політика, що сприяє відповідному стимулюванню вказаних явищ за рахунок послідовної девальвації гривні. Раніше підкреслювалося, що девальвація гривні до рівня, який дозволив знизити її реальний курс у 1998 р., дозволила підвищити цінову конкурентоспроможність українських товарів, передусім, на внутрішньому ринку. Завдяки цьому змінилася ситуація і з торговельним балансом, який із негативного став пози-



тивним, і у результаті в другій половині 1999 р. почався процес піднесення промислового виробництва. На нашу думку, це стало можливим у той час, коли принципово змінилася ситуація у відношенні курсу валюти України до паритету купівельної спроможності (ПКС). Розраховані нами середньорічні значення відношення курсу валюти України до ПКС за період 1994 – 2000 рр. такі: 1994 – 26 ; 1995 – 28; 1996 – 39; 1997 – 42; 1998 – 34; 1999 – 24 відсотки⁵.

В умовах політики фінансової стабілізації, коли мав місце ріст реального курсу гривні і відбувався ріст офіційного курсу валюти України до долара у відношенні до ПКС аж до 42 %, ситуація в економіці загострювалася. Після того, як вказане співвідношення внаслідок валютної кризи впало до 34 % у 1998 р., а потім – до 23 % у 1999 р. та 2000 р., стан справ із співвідношенням експорту та імпорту покращився. За нашими розрахунками, для продовження подібної тенденції і в 2001 р. необхідно вказане співвідношення підтримувати на рівні 21–25 відсотків.

Разом з тим слід звернути увагу на те, що рівні співвідношень і навіть вищий рівень курсу валюти порівняно з ПКС підтримують виключно високо-розвинені країни. Всі інші країни, як ті, що розвиваються, так і країни з перехідною економікою, мають вказане співвідношення меншим, ніж 100 відсотків.

Привертає увагу той факт, що навіть така країна, як Китай, економіка якої довгі роки не має спадів і розвивається стабільно протягом тривалого часу з темпами, що сягають величини 8–10 % на рік, вказане співвідношення тримає на рівні 20 відсотків. Зрозуміло, що це в першу чергу дозволяє китайським товарам, що йдуть на експорт, проникати в безліч країн світу.

На нашу думку, завдяки такій підтримці ПКС, нам вдасться в 2001 р. додатково підтримати політику росту, яка створить, разом із політикою реструктуризації боргів, можливість нагромадження фінансових ресурсів для майбутнього розширення виробництва, оскільки інших інвестиційних ресурсів, які можуть підтримати економіку саме в даний час, не вдасться залучити. За таких умов виникає додаткова проблема санації грошової маси, яка вимушено буде збільшуватися. Разом з тим досвід окремих країн показує, що стабілізація на основі такої політики дає більше шансів на успіх, аніж на основі політики утримання стабільного валютного курсу в якості якоря.

На даному етапі слід відмовитися від цього: необхідно проводити таку курсову політику, яка стримуватиме підвищення реального валютного курсу, підтримуючи конкурентоспроможність власного виробництва при обмеженому доступі імпорту на внутрішній ринок. У результаті покращуватиметься баланс по торговельних операціях, знижуватимуться процентні ставки; економіка матиме імпульс до зростання.

⁵ Розраховано на базі даних, наведених у джерелах: Россия в меняющемся мире. – М.: ИЭА, 1997. – 667 с.; Тенденції української економіки (грудень 1999 р.). – TACIS. – С. 36; Progett LINK, 2–6 October, 2000.