

свідчить про стабільність та неперервність процесу вивозу капітальних ресурсів із країни. Дана стаття у 2003 р. становила 953 млн дол або 20 % від розміру кредитових статей рахунку операцій із капіталом. Кожного року звертає на себе увагу значний обсяг дебіторської заборгованості, яка становила на кінець 2003 р. 172 млн дол. Отже, загальний обсяг торговельних кредитів і авансів, наданих вітчизняними підприємствами своїм економічним агентам, неухильно зростає, і відплив фінансових ресурсів перевищує їх приплив у вигляді погашення виданих раніше кредитів і авансів. Крім того, дані балансу свідчать про постійне зростання заборгованості з трансферту в Україну валютної виручки підприємствами-резидентами.

Таким чином, аналіз офіційних даних платіжного балансу України свідчить про те, що може бути отримана агрегована оцінка обсягів втечі капіталу, яка за оптимістичним прогнозом становить 714 млн дол, а за песимістичним – 1125 млн дол. Щорічний обсяг нелегального вивозу капіталу з України можна оцінити в середньому на рівні близько 910 млн дол. При цьому є підстави вважати, що ймовірний рівень реальної оцінки наближається до рівня песимістичного прогнозу. Результати проведеного аналізу відбивають масштабність існуючої проблеми. У 2003 р. приплив прямих іноземних інвестицій в Україну становив 1319 млн дол, у той час як відплив дорівнював 340 млн. Чистий приріст запасу прямих інвестицій з урахуванням агрегованої оцінки втечі капіталу становить лише 69 млн дол або 1,2 %. Скорочення втечі капіталу могло б спричинити зростання річного інвестиційного фонду країни, нарощування обсягів імпорту інвестиційних товарів, збільшення глибини фінансового ринку України. Таким чином, швидкість економічного зростання, яке базується перш за все на внутрішніх заощадженнях та інвестиціях, безперечно залежить від розв'язання даної проблеми.

Результати дослідження статистичних даних, які характеризують обсяг та структуру прямих іноземних інвестицій, дають можливість припустити, що значна їх частина забезпечується за рахунок вивезеного вітчизняного капіталу. Загальноновизнаним є той факт, що зовнішньоекономічні операції із залученням агентів в офшорних зонах, перш за все на Кіпрі, формують один із головних каналів нелегального вивозу капіталу<sup>1</sup>. Одночасно, за даними статистики, Кіпр є одним із найбільших інвесторів в українську економіку після США, значно випереджаючи Велику Британію, Францію та Німеччину. Скоріш за все, прямі іноземні інвестиції Кіпру в дійсності мають українське походження, їх джерело – вітчизняний капітал, власники якого спочатку нелегально його вивозять, легалізують, перетворюють в "іноземні" інвестиції та імпортують в Україну. Це пояснюється тим, що в умовах української економіки забезпечується вища норма прибутку на інвес-

тований капітал порівняно з міжнародним ринком капіталу. Крім того, реінвестування під виглядом іноземних інвестицій створює більш високі гарантії капіталу.

Незважаючи на те, що частина вивезених фінансових ресурсів все ж таки повертається до країни-донора для продуктивного використання, такий капітал не сприяє залученню світового управлінського та науково-технічного досвіду в Україну. Складна і багато в чому суперечлива ситуація на грошово-кредитному ринку України поєднується зі стабільним процесом неперервного відпливу капіталу. У результаті внутрішні джерела інвестиційного забезпечення відтворювальних процесів в реальному секторі економіки так і залишаються не задіяними.

Одним з основних напрямів боротьби з нелегальним вивозом капіталу може стати вдосконалення системи валютного контролю центрального банку. Підвищення ефективності валютного регулювання має полягати в: забезпеченні контролю за еквівалентністю операцій продажу акцій нерезидентам; посиленні нагляду за наданням банківських кредитів нерезидентам; впровадженні ефективного контролю за репатріацією доходів від експортних операцій; реалізації комплексу заходів, спрямованих на впорядкування нормативно-правового поля валютного регулювання; посиленні контролю за імпортними операціями, а також за еквівалентністю операцій купівлі та продажу на міжнародних ринках товарів та послуг. Важливою складовою валютного контролю має стати обов'язкова реєстрація імпортних контрактів, ціновий контроль великомасштабних експортно-імпортних контрактів, запровадження жорсткіших вимог щодо фізичних осіб-нерезидентів, які мають намір придбати акції українських компаній. У процесі реформування системи валютного регулювання необхідно забезпечити її ефективне поєднання та взаємодію з механізмами контролю за нагромадженням тінювих капіталів, їх первісною легалізацією. Перехід до легальних форм експорту фінансових ресурсів поряд зі скороченням обсягів їх нелегального вивозу забезпечуватиме макроекономічну стабілізацію та стимулюватиме економічне зростання, що спричинить поступове послаблення базової мотивації до переведення капіталу за кордон.

<sup>1</sup> Національний банк України. Банківська реформа: рік перший. – К., 2004. – С. 17; <sup>2</sup> Enhancing Bank Transparency. Public disclosure and supervisory information that promote safety and soundness in banking systems. Basle Committee on Banking Supervision. – Basle, 1998. – P. 32; <sup>3</sup> Лунтовский Г.И. Реструктуризация банковской системы // Деньги и кредит. – 2000. – № 9. – С. 7; <sup>4</sup> Шимкович В.Н. Банковская перестройка 90-х годов // Банковская практика за рубежом. – 2001. – № 9. – С. 29; <sup>5</sup> Булатов А.С. Вопросы вывоза капитала: вопросы регулирования // Вопросы экономики. – 1998. – № 3. – С. 61.

М.І.Макаренко, канд. екон. наук

## ПРОБЛЕМИ МОНЕТАРНОЇ ПІДТРИМКИ ЕКОНОМІЧНОГО ЗРОСТАННЯ

*У статті розглядаються процеси, що характеризують рівень економічного росту в Україні, і їх залежність від грошово-кредитної політики та інших макроекономічних показників.*

*In the articles the processes are considered which characterize a level of economic growth in Ukraine, and their dependence on a monetary policy and other macroeconomics of parameters.*

Економічне зростання, що з 2000 р. відновилось в Україні, поступово набуває характеру усталеної довготермінової тенденції. Для закріплення позитивних ознак макроекономічного розвитку необхідно враховувати ряд передумов економічного, інституціонального, політичного та соціального спрямування. Серед економічних заходів підтримки зростання чільне місце належить грошово-кредитним інструментам його супроводження.

Проблематика монетарного забезпечення економічної динаміки стала досить популярною в колах україн-

ських і зарубіжних науковців. Незважаючи на те, що в сучасній економічній теорії грошовий фактор вважається нейтральним щодо довготермінового зростання економіки, його дія все більше розглядається як невід'ємна передумова висхідної динаміки розвитку реального сектора. До такої позиції схиляються вчені-економісти А.Гальчинський, В.Гець, А.Гриценко, І.Лютій, В.Мищенко, В.Осецький та ін. Деякі розбіжності існують лише в питаннях визначення кола монетарних забезпечувальних заходів та кількісних значень параметрів гро-

шово-кредитного ринку, здатних підтримати стабільне економічне зростання. На користь такої можливості свідчать думки багатьох авторів щодо впливу грошово-кредитної політики на реальну економіку не лише в короткотерміновому періоді (що, власне, не заперечується), але й у середньотерміновій перспективі, де монетарні механізми та передумови екзогенного характеру потребують додаткового обґрунтування.

Основною проблемою підтримання середньотермінового зростання економіки залишається інфляційне супроводження поступальної динаміки розвитку реального сектора, стабілізації цінового середовища, у якому функціонує зазначений сектор.

Як відомо, інфляційні процеси періоду трансформації зумовлюються здебільшого двома причинами: реформуванням економіки та змінами у структурі суспільних витрат, що втілюється в підвищенні тарифів на послуги підприємств і організацій державного сектора, збільшенні податків і скороченні субсидій на товари широкого вжитку, здороженні продукції природних монополій (структурна інфляція), а також у надмірній емісії грошової маси централізованим банком з поточних чи стратегічних мотивів (монетарна інфляція).

У трансформаційній економіці перший вид інфляційних процесів є об'єктивно зумовленим ринковими перетвореннями та структурними зрушеннями в господарських відносинах. У свою чергу, другий виникає під тиском політичних факторів або ж породжується прорачунками в оцінці та прогнозуванні розвитку глибоких процесів на межі монетарного і реального секторів, пов'язаними з інфляційною реакцією сукупної пропозиції на грошову експансію. Загалом рівень інфляції в перехідній економіці періоду поживавлення не повинен сягати двозначних чисел, хоча в ряді країн ця умова не виконується і залишається дискусійною для фахівців даної галузі монетарної теорії.

Після підвищеної інфляції 2000 р. українська економіка перетнула 10-відсоткову межу інфляційних процесів і в доступному для огляду горизонті за відсутності потужних екзогенних збурень перебуватиме в цьому інтервалі. Уповільнення темпів приросту реального ВВП у 2002 р. на тлі дефляційного падіння цін та відновлення динаміки його зростання у 2003 р. при дещо підвищеній інфляції поряд з іншими факторами свідчать про те, що за умов неусталених інфляційних очікувань перехідного періоду не варто поспішати з мінімізацією темпів інфляції та їх наближенням до вимог Євросоюзу. Головне в цьому питанні – уникнути різких інфляційних сплесків, некерованої цінової динаміки. З цієї метою в НБУ триває робота із запровадження у практику нового монетарного устрою – інфляційного таргетування. Дана проблема стала предметом обговорення учасників "круглого столу", проведеного під егідою НБУ у травні 2003 р. Запровадження інфляційного таргетування найбільшою мірою відповідає конституційним завданням НБУ – забезпечення стабільності національних грошей. Проте, очевидно, не можна одноразово відмовитись від режиму номінального якоря в галузі валютного регулювання, оскільки це загрожувало підризом засад зовнішньоекономічної стабільності гривні. Безумовно, перехід до середньотермінового програмування монетарної політики з націлюванням її на певний рівень інфляції сприятиме підвищенню довіри до банківської системи та грошово-кредитної політики НБУ. Однак наша економіка остаточно не позбавилася використання іноземної валюти, насамперед долара США, як засобу обігу та заощадження. Крім того, необхідність валютного обслуговування зовнішнього боргу держави та недостатність (за загальноприйнятими нормами) валових

міжнародних резервів змушують НБУ вичікувати в цьому питанні, поступово апробуючи неофіційне таргетування інфляції.

Ще однією важливою у плані забезпечення економічного зростання залишається проблема середньотермінової динаміки обмінного курсу гривні до іноземних валют. Виступаючи інструментом зв'язку між вартісними показниками національного і світового ринків, обмінний курс відіграє активну роль у розвитку зовнішньої торгівлі та національному відтворенні; він впливає на співвідношення експортних та імпорتنих цін, процес припливу інвестицій у країну, конкурентоспроможність її продукції, прибуток підприємств-резидентів. Після значної девальвації гривні восени 1998 р. відбулася відносна стабілізація номінального та реального обмінного курсу, хоча на загальному тлі спостерігалися помітні коливання в той чи інший бік.

Керівництво НБУ добре усвідомлює інтереси підприємств-експортерів та виробників, які працюють на внутрішній ринок, щодо бажаної девальвації гривні. Зацікавленість значно підвищиться з наближенням митних тарифів на імпортовану продукцію до вимог Світової організації торгівлі, коли чи не єдиним фактором цінової конкурентоспроможності вітчизняних товарів на національному ринку залишиться спадна динаміка вартості нашої грошової одиниці. До того ж, не слід забувати, що тривале знецінення гривні підриває стимули до залучення в економіку іноземних інвестицій, доходи від яких скорочуватимуться за рахунок подібних курсових зрушень. Штучна девальвація гривні в умовах значного позитивного сальдо поточного рахунку платіжного балансу шляхом проведення операцій з викупу іноземної валюти на УМВБ обмежує можливості НБУ стосовно здійснення грошової емісії. Основним каналом емісійного збільшення грошей в останні роки стали саме інтервенції НБУ на валютному ринку. Оскільки обсяг річної емісії є регламентованим "Основними засадами грошово-кредитної політики", то зменшується частка рефінансування комерційних банків, що стримує їх кредитну активність і в цілому негативно впливає на підтримку економічного зростання.

Між тим існує гостра потреба в розширенні обсягів рефінансування та докорінному поліпшенні його механізму. В умовах, коли банківська система не готова забезпечити підприємства реального сектора недорогими довготерміновими кредитами, перед НБУ постає завдання знизити вартість та збільшити обсяг рефінансованих коштів. Щодо першого аспекту, то на перепоні зниженню облікової ставки залишається підвищена минулорічна інфляція, коли 7-відсоткову номінальну облікову ставку НБУ було зведено майже до нуля в реальному обчисленні, бо показник середньої за 2003 р. інфляції сягнув за 5 %. Ще дорожчими для комерційних банків залишаються інші ресурси, залучені на обмеженому за місткістю та недосконалому за структурою депозитному ринку. Не менш важливою в контексті стимулювання економічного зростання виступає необхідність подовження термінів кредитування клієнтів. Частка довготермінових депозитів у структурі пасивів банківської системи зовсім мала, і НБУ, ідучи назустріч потребам сьогодення, недавно запропонував нову схему отримання довгих грошей. Її суть полягає в значно поліпшеному механізмі рефінансування банків, які здійснюють довготермінове кредитування суб'єктів реального сектора. Слід зазначити, що такий крок головного банку країни викликав немало нарікань з боку вітчизняних і зарубіжних експертів, які вбачають у ньому загрозу підвищенню інфляції. Зважаючи на відповідальність, яку несе НБУ за підтримання цінової стабільності, йому доведеться бути досить обачним при запровадженні

довготермінового рефінансування, оскільки довгі гроші з підвищенням інфляційних очікувань мають тенденцію перетворюватися в короткі.

Для успішного розв'язання комплексу проблем монетарної підтримки економічного зростання необхідно зважати й на потенційні можливості підприємницького сектора, де гостро бракує привабливих прибуткових інвестиційних проектів, заснованих на використанні інновацій та сучасних високих технологій. Значна частина потенційних позичальників виявляється неплатоспроможною, тому що майже половина українських підприємств є збитковими. У структурі заборгованості підприємств перед банками висока питома вага прострочених та пролонгованих кредитів. За таких умов посилюється ризик несвочасного повернення позичених коштів, що об'єктивно підвищує ціну кредитних ресурсів і робить горизонти довготермінового кредитування ще більш віддаленими для вітчизняних підприємств.

Теоретичною проблемою, розв'язання якої (хоча б часткове) дасть надійні орієнтири провідникам грошово-кредитної політики, є розробка концептуальних засад та

проведення прикладних досліджень у галузі з'ясування конкретних складових механізму монетарної трансмісії. Численні зарубіжні та непоодинокі вітчизняні роботи, присвячені цьому аспекту монетарної теорії, не дають визначеної відповіді на питання: що є кінцевою точкою сприйняття монетарного імпульсу – зрушення реального обсягу виробництва чи загального рівня цін? Які з передавальних каналів найефективніші при впливі на реальний сектор? Моделі трансмісійного механізму, розроблені зарубіжними фахівцями, не враховують специфіки наших умов здійснення монетарної політики, підсиленої дії девальваційного та кредитного каналів і водночас нерозвиненості інших шляхів руху монетарного імпульсу.

Розв'язання зазначених проблем, які сьогодні стоять перед теорією та практикою грошово-кредитного регулювання, дозволить спрямувати монетарну сферу в бік економічного зростання, забезпечити підвищення рівня монетизації економіки, створити стабільне макроекономічне середовище та наповнити банківську систему ресурсами, необхідними для довготермінового кредитування підприємницького сектора.

С.С.Ковальчук, канд. екон. наук

## **НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ ІНТЕРЕС І РЕСТРУКТУРИЗАЦІЯ ВІДНОСИН ВЛАСНОСТІ: ПРОБЛЕМА ВІДПОВІДНОСТІ**

*Розглянуто методологічні та прикладні аспекти відповідності процесів реструктуризації відносин власності національним економічним інтересам України. Сформульовано теоретичні положення щодо ефективної взаємодії різних форм власності в багатоукладній економіці.*

*Are examined the methodological and practical aspects of the accordance of the relations between the property and the national economical interests of Ukraine. Are formulated the statements as to the effective cooperation between the oligiferent types of property in the economy.*

Національний економічний інтерес – це інтегративна категорія, що узгоджує цілі й потреби учасників суспільного процесу виробництва, забезпечує соціально-економічну єдність приватних, колективних, регіональних та інших інтересів. Його реалізація на сучасному етапі безпосередньо пов'язана з вирішенням "науково обґрунтованих завдань остаточного виведення економіки на траєкторію гарантованого зростання через посилення дієздатності держави та дальшого поглиблення ринкових реформ"<sup>1</sup>. Отже, однією з найгостріших є проблема пошуку шляхів посилення взаємовпливу національного економічного інтересу з процесами економічної трансформації загалом і результативною спільною діяльністю суб'єктів господарювання різних форм власності зокрема.

У публікаціях, присвячених теоретичним основам системної трансформації, науковці, представники владних структур, управлінці намагаються узагальнити досвід, зробити певні висновки щодо шляхів переходу від планово-централізованої економіки до ринкової<sup>2</sup>. У багатьох із них спостерігаються суттєві розбіжності в поглядах на оцінку доцільності тих чи інших перетворень, їхньої економічної ефективності та соціальних наслідків. Водночас у роботах, що висвітлюють вплив ринкової трансформації на становлення і розвиток економічних інтересів, використання нових мотиваційних механізмів залучення людей до праці намітився поступовий перехід від прихильності ідеям монетаризму до використання позицій неокейнсіанства та інституціоналізму. І це цілком зрозуміло: політика лібералізації господарської діяльності не стала надійним підґрунтям для функціонування повноцінної ринкової системи, а поява нових власників, менеджерів не змінила дію мотиваційних механізмів, не сприяла зростанню активності носіїв приватних економічних інтересів.

Викликає сумнів і погляд прихильників кейнсіанської моделі регулювання економіки методами стимулювання сукупного попиту. Останнє спричиняє в умовах економічного спаду не зростання випуску продукції, а підвищення цін, як це було наприкінці 2003 і на початку 2004 рр. Після не досить тривалого періоду економічного зростання його темпи уповільнилися і ціни різко "стригнули" вгору на більшість видів продукції, у тому числі й на товари повсякденного попиту (продукти харчування, одяг, комунальні послуги, транспорт тощо).

На наш погляд, трансформація національної економіки не набула системного характеру. В її підґрунтя не спромоглися закласти потреби й інтереси більшості населення. А роль держави та її економічні функції сприймалися в дусі ринкового фундаменталізму без будь-яких аргументів. Намагання у стислий термін інтегруватися у світовий простір без урахування реальних загроз для української економіки не дали можливості повною мірою розгорнути зміст національного інтересу. Не вдалося задіяти економічні інтереси всіх суб'єктів господарювання, населення, регіонів, держави на основі визначення критичної маси економічних перетворень.

На початку перехідного періоду була досить поширеною думка про те, що головні важелі ринкових перетворень – це реформування відносин власності, проведення роздержавлення та приватизації державного майна. При чому власність сприймалася не з наукових позицій як глибинна категорія, що визначає розвиток економічної системи, а ототожнювалася у більшості випадків із майновими правами. Тобто розуміння її занадто спрощувалося і зводилося до визнання "свого" чи "чужого". А для досягнення успіху намічених перетворень нібито достатньо розділити суспільне багатство, накопичений капітал за якимись міфічними соціально справедливими принципами серед усіх громадян країни, або принаймні серед