



<https://doi.org/10.15407/economyukr.2020.07.014>
УДК 339.97; 339.923
JEL: F33

О.М. ШАРОВ, д-р екон. наук., проф.,
головний науковий співробітник сектору міжнародних фінансових досліджень,
ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України»,
вул. Панаса Мирного, 26, 01011, Київ, Україна,
e-mail: alexsharov7@gmail.com,
ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-8460-9996>

«КОРОНА-ТЕСТ» ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ УКРАЇНИ: ЗОВНІШНІ ЗАГРОЗИ

Розглянуто зовнішні загрози для стійкості фінансової системи України та можливість виникнення фінансової кризи. Вказано, що карантинні заходи у зв'язку з пандемією коронавірусу відіграють роль своєрідного «стрес-тесту» для фінансової системи, особливу увагу приділено аналізу двох основних загроз — надмірного боргового навантаження та курсової волатильності. Висловлено думку, що фінансова система України витримала «корона-тест», але погіршення зовнішньоекономічної ситуації до кінця року ще може призвести до виникнення фінансової кризи, для уникнення якої необхідно вжити певних заходів.

Ключові слова: фінансова криза; пандемія коронавірусу; Міжнародний валютний фонд; зовнішня заборгованість; валютний курс.

Напередодні світової фінансової кризи 2008—2009 рр. загальноприйнята думка полягала в тому, що, як висловився тогочасний президент Американської економічної асоціації Р. Лукас, «центральна проблема запобігання депресії є вирішеною для всіх практичних цілей і набагато десятиліть наперед» [1, р. 1]. Те, що це була занадто самовпевнена заява, стало зрозумілим менш як за одне десятиріччя. Отже, після цієї кризи експерти (яким не давали спокою лаври Н. Рубіні, який, як вважається, передбачив цю глобальну катастрофу) постійно говорили про її повторення найближчим часом. Поступово кількість прогнозів, що не виправдалися, сягнула критичної точки, а фактично остаточною датою «кінця фінансового світу» залишився 2020 р. Зокрема, експерти банку JP Morgan стверджували, що наступна глобальна фінансова криза почнеться у 2020 р. і спровокують її автоматизовані торговельні системи, а наслідки можуть бути такими, що призведуть до соціаль-

Ц и т у в а н н я: Шаров О.М. «Корона-тест» фінансової системи України: зовнішні загрози. *Економіка України*. 2020. № 7. С. 14—26. <https://doi.org/10.15407/economyukr.2020.07.014>

них заворушень як у 1968 р. [2] А головний економіст компанії Moody's Analytics М. Занді уточнив, що 2020 рік — це справжня точка перегину, після якої починається суцільне падіння світової економіки [3]. Звісно ж, не мовчав і вже згаданий нью-йоркський професор Н. Рубіні, який попереджав про появу умов для глобальної рецесії саме у 2020 р.: глобальні стимулюючі пакети від урядів і центробанків закінчуються; наближається інфляція; торговельні суперечки гальмують економіку, а процентні ставки перебувають на зростаючій траєкторії [4].

Низький, за світовими стандартами, рівень, а можна й прямо сказати, фактична відсутність науково обґрунтованих власних досліджень цієї проблеми, пов'язані із слабким доступом до первинної інформації та нерозвинутою інституційною структурою, роблять вітчизняні прогнози, по-перше, цілком залежними від точки зору іноземних фахівців, що, по-друге, обумовлює їх кон'юнктурний характер. Останній більше залежить від політичних інтересів, ніж від суто економічного аналізу. Отже, не дивно, що критично налаштовані та відверто опозиційні експерти говорили про наближення неминучої кризи, тоді як провладні аналітики, не виключаючи існуючих ризиків, стверджували про адекватність фінансової політики (в широкому розумінні) й стабільність вітчизняної фінансової системи. Особливо гостро це відчувалося в дискусіях щодо зовнішнього боргу уряду та монетарної політики НБУ (зокрема, в її валютно-курсовому аспекті).

Звісно, усі ці проблеми стосуються й України. Пандемія коронавірусу загрожує не тільки життю та здоров'ю населення, а й економіці держави. Як вважають провідні експерти, навіть за оптимістичного сценарію розвитку подій світова економіка зазнає значних збитків, які тільки посилять втрати внаслідок скорочення виробництва під впливом внутрішніх факторів, обумовлених карантинним режимом. При цьому особливо небезпечними є не стільки безпосередньо скорочення виробництва і зменшення зайнятості (можуть бути компенсовані стрімким зростанням після подолання пандемії попиту, а відповідно, і виробництва та продажу), скільки можливість провокування фінансової кризи, яка в такому випадку матиме триваліший і глибший негативний вплив, ніж це було у 2008—2009 рр.

Отже, **мета статті** — з'ясувати питання щодо стійкості фінансової системи України до зовнішніх загроз, посилених пандемією коронавірусу, і реакції на неї з боку урядів та інших глобальних акторів.

Статистичні дані свідчать, що курс української гривні почав падати з першої декади березня 2020 р. і Національний банк України з метою його стабілізації лише за три дні (10—13 березня) продав більш як 980 млн. дол. Практично відразу після цього почалося середньострокове зміцнення курсу, яке тривало до початку червня (викликаючи невдоволення експортерів і здивування аналітиків-макроекономістів). Утім, уряд оголосив загальнонаціональний карантин, який створив значні труднощі в галузі транспорту, сферах обслуговування і виробництва і відіграв роль «наднормативного навантаження» на фінансову систему. Звісно, що першою реакцією фінансово-кредитних установ була настороженість: зокрема, деякі з них припинили продаж готівкової валюти або закрили частину своїх відділень. НБУ продовжив валютні інтервенції, одночасно продаючи і купуючи іноземну валюту (що було зумовлено, швидше за все, побою-

ванням обвалу курсу, яким залякували песимісти та опозиція, на тлі його небажаного зростання внаслідок падіння попиту з боку імпортерів, уражених карантинними обмеженнями). Панічні настрої підсилювалися також зверненням до міжнародних фінансових організацій з проханням про допомогу (на тлі значного недовикористання лімітів кредитів з боку Світового банку та інших МФО) та ухваленням Верховною Радою України змін до Державного бюджету України на 2020 рік, необхідних для боротьби з пандемією коронавірусу, які передбачали підвищення бюджетного дефіциту втричі.

Цілком логічним наслідком стало падіння виробництва у I кварталі 2020 р. на 5,1%. Очікуване підтвердження цієї книжкової тенденції у II кварталі (у квітні падіння промислового виробництва порівняно з аналогічним періодом минулого року перевищило 16%) дозволяє говорити про кризові явища в економіці України. Але треба розуміти, що **це — не фінансова криза, а криза попиту** (збутова) — на відміну від кризи надвиробництва грошей 2008—2009 рр., суть якої ми вже розглядали [5; 6].

У цьому зв'язку міжнародні фінансові організації, інтеграційні об'єднання та окремі країни вживають спеціальних фінансово-економічних заходів протидії. Таким чином, ситуація, що склалася, дозволяє проаналізувати можливість списання або полегшення зовнішнього боргу України.

Необхідно також підкреслити, що економічна наука не виробила однозначного критерію оптимального чи критично прийняттого обсягу зовнішнього боргу. Маастрихтські критерії, на які часто посилаються, — це лише внутрішні вимоги певного валютного об'єднання (встановлені навіть не для всіх членів ЄС, тим більше не для «третіх» країн з висхідною економікою). Хоча, наприклад, МВФ вважає, що для країн, що розвиваються, і держав з новоствореними ринками бажана норма становить 40% ВВП [7]. Однак у цілому різні міжнародні експерти та центри пропонують різний рівень цих показників як стандарту¹. У будь-якому випадку це, все ж таки, лише бажаний середній показник, і його перевищення не обов'язково означає небезпеку (якщо подивитися статистику, то можна побачити, що в таких країнах, як Франція, Німеччина, Японія або США, він є значно більшим). В Україні це співвідношення, за даними МВФ за 2018 р., становило 60,93%². Отже, номінально це зовсім не катастрофічний показник, але проблема полягає не стільки в кількості, скільки в якості, точніше — в ефективності використання отриманих кредитів, тобто **критичний рівень зовнішньої заборгованості кожної окремої країни фактично визначається ефективністю використання зовнішніх запозичень і можливістю їх обслуговування**.

Що ж стосується загального боргу, то потрібно виходити з його співвідношення з активами корпорацій — у принципі бажано, щоб воно не перевищувало 100%, але при цьому необхідно враховувати стабільність надходження виручки (cash flow): якщо воно є нестабільним, то і значно менший показник може виявитися небезпечним. Така ж стабільність, до речі, дійсно

¹ Debt Indicators. — Vienna : International Organization of Supreme Audit Institutions INTOSAI. — 2010. — Nov. — 33 p.

² Central Government Debt // IMF Data Mapper [Електронний ресурс]. — Режим доступу : https://www.imf.org/external/datamapper/CG_DEBT_GDP@GDD/CHN/FRA/DEU/ITA/JPN/GBR/USA/UKR

може бути різною в різних галузях. У випадку із зовнішнім боргом слід ураховувати валютні ризики: курсовий — може збільшити борг у національній валюті; ризик конвертованості — рівень гарантування можливості придбати потрібну валюту на ринку взагалі.

Сучасна економіка вимагає концентрації значних фінансових ресурсів, а отже, вона будується на принципах кредитного фінансування. Утім, в умовах залучення значних обсягів позичкового капіталу може виникнути ситуація надмірного боргового навантаження, вихід з якої ставить на порядок денний вибір одного з таких сценаріїв.

1. **Виконання своїх боргових зобов'язань**, незважаючи на необхідність збільшення рівня оподаткування й скорочення бюджетних витрат. Така стратегія обирається у випадку, коли:

- борговий тягар вважається не настільки критичним, щоб ситуацію не можна було виправити шляхом незначної корекції економічної політики;
- політична влада розраховує протриматися до моменту критичного ускладнення ситуації, після чого передати загострену проблему «в спадок» своїм політичним конкурентам.

2. **Оголошення суверенного дефолту**, що дозволить в односторонньому порядку відстрочити виплату боргів (які, як засвідчує практика, все одно доведеться сплачувати, але на інших умовах, які поки що залишатимуться невідомими). Оскільки це автоматично призводить до втрати довіри з боку іноземних кредиторів та інвесторів, оголошення дефолту є логічним рішенням для чинної політичної влади за умови, що вона:

- має достатньо політичної волі для кардинальної зміни економічної політики та реальну програму дій (включаючи альтернативні джерела фінансування) з тим, щоб у майбутньому повернутися до переговорів з кредиторами за більш сприятливих умов;
- не розраховує на довгострокове політичне панування, але вважає, що заощадження коштів за рахунок тимчасового припинення обслуговування зовнішнього боргу буде достатнім для того, щоб протриматися протягом певного часу, після чого передати проблему повернення боргу як «отруєну таблетку» (poison pill) своїм політичним конкурентам.

3. **Проведення реструктуризації боргу**, що дозволить відстрочити його виплату за згодою кредиторів і на умовах, основні параметри яких будуть узгоджені сторонами. У цьому випадку владі доведеться проводити складні й вартісні переговори (з МВФ, кредиторами та інвесторами) з тим, щоб довести їм, що економічна ситуація в країні дійсно рухається в напрямі, який може призвести до неконтрольованого дефолту, а тому в інтересах усіх сторін переорієнтувати бюджетні витрати на виконання програми реформ, які через певний час значно покращать ситуацію, що дозволить повернути існуючі борги з певною компенсацією втрат кредиторів. Така стратегія обирається у випадку, коли політична влада:

- розраховує на довгострокове панування і розуміє, що боргову проблему все одно доведеться розв'язувати їй, причому чим пізніше, тим за більш несприятливих умов;
- має чітку власну програму реформ, політичну волю та кадрове забезпечення, необхідні для її реалізації.

Таким чином, вибір стратегічного сценарію для України залежить від результатів аналізу політичної та економічної ситуації. Однак, базуючись на міжнародному досвіді й виходячи з рекомендацій іноземних експертів, можна стверджувати, що непогашення суверенного боргу на передбачених контрактом умовах (тобто суверенний дефолт) дорого коштує. Це може порушити доступ до зовнішніх фінансових ресурсів, спровокувати або поглибити банківські кризи, підірвати довіру інвесторів і споживачів, завдати шкоди репутації боржника та — залежно від того, як це виконується, — піддавати державу юридичним ризикам, які можуть заблокувати канали приватного зовнішнього фінансування на тривалий період.

Швидка реструктуризація заборгованості, яка підтримується великою більшістю кредиторів і забезпечує достатнє полегшення боргу для відновлення платоспроможності країни, може значно зменшити ці витрати. Е. Грехем, інвестиційна керуюча компанії Voltan Capital Management, вказує, що нині значна кількість країн веде переговори щодо реструктуризації зовнішніх боргів. На її думку, Україна — може, десь у кінці цього переліку, але вона таки на листі очікування [8].

Проте здійснити це непросто, навіть коли боржник і більшість кредиторів сумлінно ведуть переговори. Крім уникнення неминучого конфлікту інтересів між кредиторами і суверенним боржником реструктуризація боргу вимагає подолання асиметричних проблем з інформацією в першу чергу щодо здатності боржника до сплати, а також стосовно привабливих пропозицій, зроблених іншим кредиторам.

Отже, готуючись до реструктуризації боргу, бажано: 1) якомога скоріше залучити до цього процесу МВФ, 2) проводити інтенсивні консультації з позичальниками, 3) надавати особливої уваги координації дій по відношенню до окремих груп позичальників, 4) не намагатися виставляти занадто непривабливі (схожі на конфіскацію боргу) умови для позичальників [9, р. 23—24].

Суверенна заборгованість, на відміну від приватної (корпоративної), ніколи не може бути законно погашена шляхом оголошення банкрутства, а виключно за згодою кредиторів. Навіть оголошення дефолту (тобто припинення сплати боргу без згоди позичальників) на практиці означає лише неузгоджену затримку в обслуговуванні боргу, до якого все одно доведеться повернутися після економічної кризи (і не можна бути впевненим, що тоді умови остаточного врегулювання платежів будуть кращими, ніж ті, які можна було узгодити до оголошення дефолту). У свою чергу, кредиторам доволі легко отримати судові рішення щодо арешту закордонних активів країни-боржника і навіть здійснити їх ідентифікацію, але важко — а за професійного юридичного супроводу практично неможливо — здійснити таке стягнення, оскільки на держави та їх офіційних агентів поширюється принцип суверенного імунітету.

Слід також звернути увагу на те, що доктрина міжнародного публічного права, відома як « правонаступництво держави » (state succession), вимагає від урядів визнавати і шанувати борги, зроблені попередніми режимами. Винятки з цього правила міжнародного публічного права дуже обмежені (в тому числі в разі так званого «одіозного боргу», яким Україна вважає, наприклад, позику, отриману урядом М. Азарова наприкінці 2013 р. від Росії, і яку поки що так і не змогла довести ані в міжнародному суді, ані перед МВФ).

Якщо держава все-таки приймає рішення щодо необхідності реструктуризації свого боргу, вона повинна найняти фінансових й юридичних радників, щоб провести цей процес. Оскільки ці радники, ймовірно, є основними співрозмовниками з комерційними кредиторами країни, їхнє знайомство з ринком і знання ринку про них є критично важливими. Такі радники також повинні мати практичну можливість вести спільну роботу з МВФ, оскільки така «зв'язка» допомагає вирішити проблему асиметрії інформації в обох напрямках: аналіз стійкості боргу з боку МВФ допомагає інформувати кредиторів про здатність боржника до його сплати, а консультанти допомагають інформувати боржника про готовність кредитора прийняти пропозицію про звільнення від боргу.

Переговори щодо реструктуризації суверенного боргу можуть ускладнювати такі три основні проблеми.

По-перше, боржники і деякі кредитори можуть з певних причин не бажати швидкого вирішення. Сторонні мотиви здатні заважати, особливо якщо вони є у боржника. Суверенні боржники — це уряди, які реагують на політичні стимули, а тому конфронтаційний підхід, хоча і не допомагає з точки зору досягнення угоди, може бути популярним в очах виборців та політичних союзників.

По-друге, майже завжди існує асиметрія інформації між боржником та його кредиторами. Суверенні боржники знають свою здатність погасити борги краще, ніж кредитори (оскільки перші здатні реалістичніше оцінити кризові програми та реформи, а також урахувати всі політичні аспекти). Водночас кредитори можуть обґрунтовано припускати, що уряди намагаються запропонувати занадто непривабливі умови звільнення від боргів. Але існує і зворотна проблема: боржники не можуть бути впевнені в тому, наскільки кредитори взагалі готові до зміни умов сплати боргу.

По-третє, існують конфлікти інтересів не тільки між боржником і кредиторами колективно, але й серед кредиторів. Здатність боржника погасити борг перед окремим кредитором або групою кредиторів покращиться, чим більше інших кредиторів погодяться на повне звільнення від боргу. Отже, у кожного кредитора є стимул уникати остаточного погодження, розраховуючи на особливі умови. Це називається «проблемою координації кредитора», або проблемою «тих, хто утримався» (holdout problem) [9, р. 2].

Іншою істотною зовнішньоекономічною загрозою стабільності фінансової системи України залишається ситуація з валютним курсом гривні. Можна погодитися з тим, що «повномасштабна фінансова криза 2014 р. частково була наслідком економічної політики попередніх років, яка призвела до накопичення великих макроекономічних дисбалансів. Через штучне підтримання фіксованого валютного курсу економіка України втрачала зовнішню конкурентоспроможність, результатом чого став дефіцит поточного рахунку, який перевищив 10% ВВП, та виснаження валютних резервів» [9, р. 10]. Утім, навряд чи відповідає дійсності твердження про те, що тепер «валютне регулювання в Україні стало прозорим, простим і зрозумілим для населення, для бізнесу і банків» [10, р. 74].

Проблема валютно-курсової стабільності також пов'язана із станом зовнішнього боргу через механізм зовнішнього фінансування дефіциту держ-

бюджету та платіжного балансу. Національний банк України у своїй монетарній політиці виходив з того, що швидке збільшення інвестицій нерезидентів у державні облигації (ОВДП) було свідченням привабливості українських внутрішніх фінансових інструментів, чому сприяло встановлення кореспондентських зв'язків між депозитарієм НБУ і глобальним депозитарієм Clearstream. І таке зростання інвестицій нерезидентів у державні облигації в місцевій валюті дозволило Уряду України поступово збільшувати частку боргу, деномінованого в національній валюті, що, на думку керівництва Нацбанку, посилювало стійкість державних фінансів [10, р. 66]. Але при цьому ігнорувався той факт, що в принципі будь-який борг генерує валютні ризики для платіжного балансу країни. Це стосується і внутрішнього боргу перед нерезидентами, і хоча ця частина державного боргу виплачуватиметься в національній валюті, її сума для уряду є фіксованою, тому, на відміну від боргу в доларах або євро, на перший погляд, не залежить від валютного курсу. Що ж до тиску на курс з боку нерезидентів, які потім захочуть конвертувати отримані кошти в долари, то це лише зміцнюватиме гривню і діятиме як контрфактор щодо чинників її знецінення — кумулятивно матиме більш-менш стабільний курс. Утім, на такий ефект можна розраховувати лише за умови впевненості, що інвестори не зможуть «продавати» приховані курсові гарантії, тобто зобов'язання уряду та НБУ забезпечити зворотну конвертацію коштів іноземних інвесторів за заздалегідь узгодженим курсом (хеджування методом «скритого свопу»). Виходячи ж з попередніх «витоків інформації», саме такі гарантії Мінфін України і надавав, коли мотивував нерезидентів до купівлі ОВДП.

Саме це обумовлює додаткове навантаження на валютний ринок через недостатню пропозицію та спекулятивний попит. Стабілізація стану валютного ринку країни з боку регулятора забезпечується використанням офіційних валютних резервів. Узагалі, питання щодо обсягів офіційних валютних резервів є досить неоднозначним. Багато хто з аналітиків вважають, що чим більшими є резерви, тим краще. Однак такий підхід ігнорує витрати на утримання надмірних резервів. А «додаткові резерви» все одно не зможуть захистити економіку з неефективною галузевою структурою, низьким рівнем державних послуг і корумпованою бюрократією і швидко «розтануть».

Відповідно до світової практики (ще з часів існування офіційних валютних паритетів, коли девальвація національної валюти вимагала певного часу на проходження узгодженої процедури) мінімально достатнім вважається обсяг валютних резервів, який відповідає імпорту товарів і послуг за три місяці³. Звісно, для визначення оптимального рівня необхідно враховувати й інші фактори впливу (зокрема, інтенсивність валютних інтервенцій, потреби для обслуговування зовнішнього боргу тощо). З цією метою використовуються додаткові показники: «критерій Грінспена», «критерій Гвідотті», «критерій Редді» та «широкий критерій» (співвідношення золотовалютних резервів і грошової маси M2).

³ Для країн, що експортують продукцію з високою волатильністю цін, рекомендуються обсяги в розмірі не три-, а шестимісячного імпорту. Зокрема, такий критерій використовують центральні банки Чилі та Польщі.

З метою врахування фактора обслуговування зовнішнього боргу при визначенні обсягів валютних резервів широко застосовується «критерій Грінспена», який базується на твердженні, що тільки повне покриття короткострокового зовнішнього боргу виключає ймовірність виникнення ситуації, за якої зміна кон'юнктури міжнародного ринку капіталів може призвести до порушення графіку обслуговування боргу (або технічного дефолту). Дотримання цього критерію дозволяє враховувати достатність валютних резервів для забезпечення функції формування заощаджень країни та її запасу ліквідності, беручи до уваги непередбачувані ризики, з якими вона може зіткнутися в умовах фіксованого (квазіфіксованого) валютного курсу. Це загальне побажання конкретизується «критерієм (правилом) Гвідотті» (тому інколи говорять про «єдиний критерій Грінспена—Гвідотті»). Ще у квітні 1999 р. на зустрічі в Боні фінансистів «Групи 33» (на зміну якій незабаром прийшла більш відома «Група 20») заступник міністра фінансів Аргентини П. Гвідотті запропонував свій критерій достатності золотовалютних резервів, згідно з яким країни повинні підтримувати свої золотовалютні резерви на рівні, достатньому для здійснення платежів за зовнішніми боргами без нових запозичень і покриття прогнозованого дефіциту поточного рахунку протягом 12 місяців.

Того самого року керуючий Центрального банку Індії В. Редді спробував урахувати уроки потрясінь фінансового ринку (коли основною причиною азійської кризи стали зовнішні борги приватного сектору) і поєднати новий підхід з класичною вимогою. Він висловив думку, що резерви повинні покривати тримісячний імпорт плюс річні виплати за державним і приватним зовнішнім боргом.

Необхідно враховувати також зв'язок золотовалютних резервів з внутрішнім грошовим обігом. Так, якщо приріст зовнішніх резервів протягом двох кварталів менший за приріст грошової бази, то це свідчить про емісійний характер фінансування економіки, що є передумовою розвитку інфляційних процесів. Звісно, що в окремі періоди часу (особливо в короткостроковому) резерви зростають швидше за грошову базу, причиною чого може бути стерилізація грошового обігу з боку центрального банку або політика сприяння розширенню банківського кредитування, але у середньо- та довгостроковій перспективі бажано дотримуватися даного принципу. З цією метою використовується «широкий критерій» — співвідношення міжнародних резервів та грошової маси (M2) (money based indicator), який дозволяє оцінити можливість золотовалютних резервів виконувати функцію проведення курсової політики в частині здійснення валютних інтервенцій. При оцінці потреби національної економіки в міжнародних резервах для здійснення валютних інтервенцій необхідно вирішити такі завдання: по-перше, резерви країни повинні бути достатніми для попередження та уникнення раптових стрибків національної валюти у випадку спекулятивних атак учасників міжнародного фінансового ринку на національну валюту; по-друге, виявити потребу в резервах на середньострокову перспективу для відображення можливого тиску на національну грошову одиницю у випадку початку втечі капіталу. Дане співвідношення має наближатися до 100%, що свідчитиме про меншу ймовірність різкої дестабілізації валютного курсу, а чим

нижчим є його значення, тим вищою буде ймовірність настання валютної кризи в результаті масового продажу резидентами національної валюти. Проте дане співвідношення, скоріше, є психологічним фактором для суб'єктів економіки. Насправді, необхідність дотримання даного критерію залежить від ступеня дискреційності монетарної політики: **чим менше значення в політиці центрального банку має підтримання валютного курсу, а звідси — і обов'язковість, масовість і регулярність операцій придбання іноземної валюти, тим більшою мірою емісія національних грошей визначається внутрішніми чинниками, а звідси — тим менше значення має згаданий критерій.**

Саме через це виникає *проблема безвідповідальності НБУ за курсову політику*: з одного боку, він намагається здійснювати в цілому науково обґрунтовану, вірну (в рамках економічного мейнстріму) політику «вільного курсу», характерну для країн з ринково-конкурентною економікою, а з іншого, — підсвідомо (а може, й свідомо) розуміючи, що в умовах картельної (або, як у нас теоретично не вірно прийнято говорити, — олігархічної) економіки, така політика є не тільки згубною, а й неможливою, — здійснює регулярні валютні інтервенції (з частотою, не припустимою для країн з вільною курсовою політикою), отже, безпосередньо керує валютним курсом гривні. Але керує без заздалегідь встановлених й обґрунтованих обмежень («валютного коридору» тощо) і, як наслідок, лише дезінформує та дезорганізує валютний ринок.

Для України проходження світовою фінансовою системою «корона-тесту» означає розуміння, що небезпека для власної фінансової системи зумовлюється не стільки зовнішніми факторами (вага яких для відкритої економіки залишається дуже важливою), скільки факторами внутрішніми. Як зазначають іноземні експерти, пандемія може швидко закрити «вікно можливостей» для нової влади, якщо інвестори втратять довіру до України [8].

Україна також скористалася новими можливостями. Зокрема, замість трирічної програми розширеного фінансування — EFF (перспективи затвердження якої залишалися все ще досить сумнівними), МВФ запропонував програму stand-by, в рамках якої Україна у 2020—2021 рр. отримає ті самі 5,5 млрд. дол. (безумовний транш у розмірі нашої квоти у МВФ — трохи більш як 1,8 млрд. дол. і ще додатково кошти в розмірі 200-процентної квоти) без узгодження програми структурних реформ (якої у нинішнього уряду просто немає), хоча і з удвічі меншим строком погашення (але з можливістю переоформити їх у форматі програми EFF, якщо уряд виявиться спроможним реально зайнятися реформами економіки хоча б у наступні два-три роки).

Світовий банк також оголосив про надання Україні кредиту на реформи у галузі охорони здоров'я на суму 135 млн. дол. і кредиту на суму 150 млн. дол. для модернізації системи соціальної підтримки населення. Міжнародна фінансова корпорація (IFC) готує пакет екстреного фінансування, який включає 8 млрд. дол. на допомогу приватному сектору в подоланні наслідків пандемії коронавірусу.

Україна також отримала 190 млн. євро допомоги від ЄС (призначеної країнам Східного партнерства) на протидію коронавірусу. Кошти будуть направлені на зміцнення системи охорони здоров'я і пом'якшення негативно-

го впливу пандемії на соціально-економічний сектор. Україна може розраховувати і на підтримку Європейського інвестиційного банку, який планує надати фінансову допомогу державам за межами Європейського Союзу обсягом 5,2 млрд. євро на невідкладні інвестиції в охорону здоров'я та підтримку приватного сектору.

ВИСНОВКИ

Таким чином, можна констатувати, що українська фінансова система поки що (станом на середину червня 2020 р.) пройшла «корона-тест» і виявилася більш стійкою, ніж очікували деякі експерти. Утім, якщо ситуація погіршиться через карантин (а це є можливим: зокрема, помітного збільшення «поганих кредитів» (NPL) слід очікувати вже у IV кварталі цього року, а низка міжнародних дефолтів може бути спровокована ймовірним дефолтом Аргентини ще раніше), то фінансова криза в Україні може стати реальністю.

Водночас Україна повинна, перш за усе, продемонструвати власне бажання протидіяти негативному впливу пандемії коронавірусу та запобігти можливій фінансовій кризі. А звідси випливає необхідність термінового прийняття заходів «коронаноміки», спрямованих на нівелювання негативного впливу «карантинного режиму» на економіку, а саме:

1) оголосити реструктуризацію внутрішніх державних боргів України за принципом bail-in, тобто солідарної участі кредиторів, зокрема:

а) припинити виплату (але не нараховування процентів за борговими зобов'язаннями держави) з перенесенням строків на подальші періоди;

б) здійснити емісію нових внутрішніх державних і муніципальних зобов'язань з низькою ставкою дохідності («коронабондів») під програму боротьби з економічними наслідками пандемії коронавірусу (покращення системи охорони здоров'я, підтримка малого і середнього бізнесу, компенсація втрат унаслідок карантинного режиму тощо);

в) запропонувати кредиторам — держателям державних і муніципальних боргових зобов'язань обмін облігацій попередніх емісій на нові «коронабонди»;

2) посилити інституціонально-кредитну систему підтримки національного виробництва, зокрема:

а) негайно забезпечити початок роботи Експортно-кредитного агентства України;

б) створити Міжнародний банк інноваційного розвитку;

3) запровадити зміни до грошово-кредитної політики, спрямовані на підвищення ліквідності фінансового ринку в умовах боротьби з пандемією коронавірусу, зокрема:

а) Національному банку України приймати «коронабонди» як заставу при операціях рефінансування, а також здійснювати придбання «коронабондів» на первинному ринку — в межах лімітів, узгоджених з Кабінетом Міністрів України;

б) оголосити перехід від режиму вільного плавання курсу гривні на режим контрольованого плавання в межах «коридору», узгодженого НБУ і Урядом України;

в) забезпечити запуск масових операцій на фондовому ринку України шляхом котирування акцій державних банків та компаній (наприклад, Ощадбанку, Приватбанку, «Укрзалізниці»), які повинні бути додатково випущені й розміщені серед дрібних вітчизняних інвесторів (населення), за умови, що жоден держатель таких акцій не матиме права на більш як 1% їх загальної суми;

4) оголосити реструктуризацію зовнішніх державних боргів України, у зв'язку з чим:

а) припинити виплату (але не нараховування процентів за борговими зобов'язаннями держави) з перенесенням строків на подальші періоди;

б) звернутися до міністерства фінансів США (Department of Treasury) з проханням надати додаткові ліміти гарантій за зовнішніми «коронабондами» (за принципом Brady bonds);

в) у зв'язку з форс-мажорними обставинами запропонувати кредиторам — держателям VRI за боргами України провести переговори стосовно зміни умов реструктуризації 2015 р.;

г) з метою забезпечення інтервенційних можливостей НБУ і забезпечення психологічної підтримки курсу розпочати переговори:

- з МВФ щодо надання Україні спеціальної програми підтримки на період боротьби з наслідками пандемії коронавірусу;

- з ФРС США та Європейським центральним банком щодо укладання угод про валютні свопи з метою отримання валютних ресурсів, необхідних для підтримки контрольованого плавання курсу гривні;

д) забезпечити значне підвищення рівня використання кредитів міжнародних фінансових організацій (за вже затвердженими програмами).

Тільки підсиливши таким чином національну фінансову систему, Україна зможе успішно пройти «корона-тест» і забезпечити стійкість власної фінансової системи в умовах виробничої та торговельної (збутової) кризи у світі, зумовленої карантинним режимом й вимушеною трансформацією виробничих і торговельних зв'язків.

СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

1. Lucas J. Macroeconomic Priorities // *American Economic Review*. — 2003. — Vol. 93. — No. 1. — P. 1—14.
2. Stubby P. Next global financial crisis will strike in 2020, warns investment bank JP Morgan // *Independent*. — 2018. — Sept. 16 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://www.independent.co.uk/news/business/news/next-financial-crisis-2020-recession-world-markets-jpmorgan-a8540341.html>
3. Vanbergen G. The Predicted 2020 Global Recession // *The World Financial Review*. — 2018. — Dec. 1.
4. Roubini N., Rosa B. The Makings of a 2020 Recession and Financial Crisis // *Project Syndicate*. — 2018. — Sept. 13.
5. Шаров О.М. Дихотомія Маркса-Спенсера як причина світової фінансової кризи // *Вісник НБУ*. — 2010. — № 10. — С. 18—23.
6. Шаров О.М. «Дитяча хвороба» лівизни в капіталізмі // *Журнал європейської економіки*. — 2010. — Т. 9. — № 4. — С. 406—419.
7. Chowdhury A., Islam I. Is there an optimal debt-to-GDP ratio? // *VOX CEPR Policy Portal*. — 2010. — Nov. 9 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://voxeu.org/debates/commentaries/there-optimal-debt-gdp-ratio>

8. Mellow C. Rough Start For New President // *Global Finance*. — 2020. — April. — P. 9.
9. Buchheit L., Chabert G., DeLong Ch., Zettelmeyer J. How to Restructure Sovereign Debt: Lessons from Four Decades / Peterson Institute for International Economics // Working Paper. — 2019. — May 19—28, — 26 p.
10. Gontareva V., Stepaniuk Y. Mission Possible: The True Story of Ukraine's Comprehensive Banking Reform and Practical Manual for Other Nations. — London : The London School of Economics and Political Studies, Institute of Global Affairs, 2020, — 211 p.

Стаття надійшла 25.06.2020

REFERENCES

1. Lucas J. Macroeconomic Priorities. *American Economic Review*, 2003, Vol. 93, No. 1, pp. 1-14.
2. Stubbly P. Next global financial crisis will strike in 2020, warns investment bank JP Morgan. *Independent*, Sept. 16, 2018, available at: <https://www.independent.co.uk/news/business/news/next-financial-crisis-2020-recession-world-markets-jpmorgan-a8540341.html>
3. Vanbergen G. The Predicted 2020 Global Recession. *The World Financial Review*, Dec. 1, 2018.
4. Roubini N., Rosa B. The Makings of a 2020 Recession and Financial Crisis. *Project Syndicate*, Sept. 13, 2018.
5. Sharov O. The Marx-Spencer dichotomy as the reason of the world financial crisis. *Visnyk of the NBU*, No. 10, 2010, pp. 18-23 [in Ukrainian].
6. Sharov O. The «childhood disease» of leftism in capitalism. *Journal of European Economy*, Vol. 9, No. 4, 2010, pp. 406-419 [in Ukrainian].
7. Chowdhury A., Islam I. Is there an optimal debt-to-GDP ratio? *VOX CEPR Policy Portal*, Nov. 9, 2010, available at: <https://voxeu.org/debates/commentaries/there-optimal-debt-gdp-ratio>
8. Mellow C. Rough Start For New President. *Global Finance*, April, 2020.
9. Buchheit L., Chabert G., DeLong Ch., Zettelmeyer J. How to Restructure Sovereign Debt: Lessons from Four Decades. *Working Paper*, Peterson Institute for International Economics, May 19-28, 2019.
10. Gontareva V., Stepaniuk Y. Mission Possible: The True Story of Ukraine's Comprehensive Banking Reform and Practical Manual for Other Nations. London, The London School of Economics and Political Studies, Institute of Global Affairs, 2020.

Received on June 25, 2020

Oleksandr Sharov, Dr. Sci. (Econ.), Professor,
Principal Researcher of the Sector of International Financial Research,
Institute for Economics and Forecasting of the NAS of Ukraine,
26, Panasa Myrnoho St., Kyiv, 01011, Ukraine

«CORONA-TEST» OF THE FINANCIAL SYSTEM OF UKRAINE: EXTERNAL THREATS

After the global financial crisis of 2008-2009, experts waited for a new crisis almost every year, with particular concern in 2020. Quarantine measures taken to counter the coronavirus pandemic significantly worsened the functioning of financial institutions and created additional burden. Thus, they played the role of a kind of «corona-test», which tested the stability of the financial system. This applies to both the world financial system and the financial system of each individual country, including Ukraine.

As for external threats to the stability of Ukraine's financial system, they mainly relate to two aspects — the level of external public debt and exchange rate volatility of the national currency.

Economics does not have an unambiguous answer to the question of the critical level of external debt, which is actually determined by the efficiency of external borrowing and the ability to service it. The current situation in Ukraine requires the authorities to have a clear understanding of it and to choose a further strategy: continue servicing the external debt under the existing conditions, declare default or a new restructuring. Each of the options creates certain risks to the stability of Ukraine's financial system, which must be taken into account in advance.

Exchange rate stability is also directly related to the state of external debt, which affects supply and demand in the foreign exchange market. In such circumstances, the refusal of the National Bank of Ukraine from exchange rate policy (free floating exchange rate policy), in fact, creates a problem of irresponsibility of the NBU for exchange rate policy. And although it can be stated that the Ukrainian financial system has so far passed the «corona-test» and proved to be more stable than some experts expected, in the event of deterioration due to the consequences of quarantine, the financial crisis in Ukraine may become a reality.

Keywords: *financial crisis; coronavirus pandemic; International Monetary Fund; external debt; exchange rate.*