



УДК 339.9.012

Ніколайчук С.А., канд. екон. наук
начальник управління методології, аналізу та прогнозування
платіжного балансу Департаменту платіжного балансу НБУ
Шаповаленко Н.В.
головний економіст Департаменту платіжного балансу НБУ

ДЕФІЦИТ ПОТОЧНОГО РАХУНКУ ПЛАТІЖНОГО БАЛАНСУ: ОЦІНКА ПРИЙНЯТНОГО РІВНЯ ДЛЯ УКРАЇНИ

Досліджується питання прийнятності дефіциту поточного рахунку (ПР) в контексті забезпечення зовнішньої стійкості. Наголошується на важливості утримання дефіциту ПР на прийнятному рівні, розкривається його роль у запуску фінансових криз. Оцінено прийнятні рівні сальдо ПР в історичному періоді та в середньостроковій перспективі для України.

Тенденція погіршення стану поточного рахунку в Україні розпочалась у 2005 р. і наприкінці 2008 р. високий дефіцит поточного рахунку став одним із чинників високої вразливості економіки України до змін зовнішніх умов і кризи платіжного балансу (рис. 1). Хоча наразі зрозуміло, що досягнутий рівень дефіциту поточного рахунку був неприйнятний, існує потреба дослідження причин, які обумовили таку ситуацію, для попередження таких подій в майбутньому та визначення прийнятних рівнів дефіциту рахунку поточних операцій на середньо- та довгострокову перспективу.

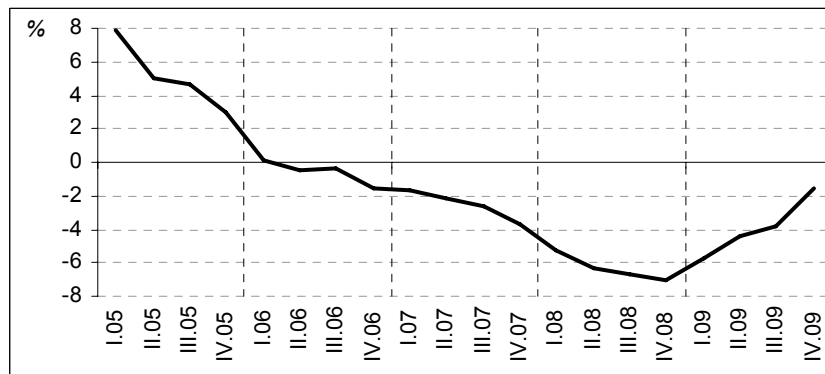


Рис. 1. Сальдо рахунку поточних операцій, % до ВВП
(кумулятивно за останній плинний рік)

Джерело: за даними НБУ за відповідні роки, власні оцінки.

Високі значення дефіциту поточного рахунку розглядаються здебільшого як негативні явища, однак бувають приклади утримання значних дефіцитів без будь-яких зовнішніх проблем. Оскільки сальдо рахунку поточних операцій

¹ Терміни "external sustainability" та "sustainable current account deficit" ми пропонуємо перекладати українською мовою як "зовнішня стійкість" та "прийнятний дефіцит поточного рахунку", що, на нашу думку, більш точно відображає економічну сутність цих понять.



визначається взаємозв'язком міжчасових рішень економічних агентів і заходів економічної політики, сам по собі дефіцит поточного рахунку не є ані проблемою, ані позитивним явищем. Так, у роботі Н.Рубіні та П.Вочтеля [1] вказується на два важливих аспекти формування дефіцитів поточного рахунку в перехідних економіках. З одного боку, ці дефіцити відображають успіх структурних змін, які дозволяють залучати боргові та інвестиційні ресурси та прискорювати темпи економічного зростання. З іншого – високі дефіцити поточного рахунку (понад рівень, який вважається прийнятним) часто відображають помилки в управлінні перехідними процесами на макrorівні, що призводить до накопичення дисбалансів. У подальшому ці дисбаланси реалізуються у вигляді кризи платіжного балансу (наприклад у Чехії у 1997 р., у Росії у 1998 р. і низці країн, у тому числі і в Україні, наприкінці 2008 р.) чи необхідності внесення різких змін у макроекономічну політику (серед яких – девальвація обмінного курсу, більш жорсткі фіскальні та монетарні заходи). *За високого дефіциту поточного рахунку країна є вразливою до можливих коливань ринкових настроїв і розворотів потоків капіталу, що за нормальних умов є джерелом фінансування цього дефіциту.*

Протягом останніх трьох десятиліть більшість фінансових криз показали роль значних дефіцитів поточного рахунку в запуску кризових епізодів – не стала тут виключенням і Україна. У цьому сенсі, Дж.Корсетті та інші економісти дійшли висновку, що в 1990-х роках найбільш уразливими до валютних криз виявились ті країни, що мали постійні дефіцити поточного рахунку [2]. Цей результат був також підтверджений в роботах С.Раделета і Дж.Сакса, С.Каміна та С.Едвардса [3–5]. Зокрема, С.Едвардс показав, що ймовірність виникнення різкого розвороту динаміки сальдо поточного рахунку тісно пов'язана з розміром дефіциту поточних операцій. Хоча це і не є універсальним фактом, вважається, що дефіцит поточного рахунку вище 5% від ВВП призводить до проблем, особливо якщо фінансується через короткострокові запозичення (Ж.Мілезі-Ферретті та А.Разін [6]). С.Фройнд і К.Манн у своїх роботах на основі досвіду розвинених країн дійшли висновку, що необхідність корекції часто виникає, коли дефіцит знаходиться в діапазоні 4–5% від ВВП [6–8]. Однак щонайменше останнім часом, вважалось, що стійке поліпшення доступу до ринків капіталу, постійне покращення умов торгівлі і зростання продуктивності, що спостерігалось у країнах з перехідною економікою, відповідно до моделей міжчасової оптимізації може дозволити мати помірний рівень дефіциту поточного рахунку на тривалій основі (А.Арістовнік [9]). Отже, *визначення прийнятного рівня дефіциту поточного рахунку в рамках концепції зовнішньої стійкості стає важливим теоретичним і економічним питанням.*

Дослідження прийнятності значного дефіциту поточного рахунку в довгостроковій перспективі розпочалися відносно недавно, і в науково-практичній літературі переважають два основних підходи до цього питання.

Теоретичні основи *підходу макроекономічного балансу* базуються на визначенні балансу поточного рахунку (CA) країни як різниці між заощадженнями (S), що залишаються від національного наявного доходу (GDI) після витрат на споживання (C), та інвестиціями (I):

$$CA_t = S_t - I_t = GDI_t - C_t - I_t. \quad (1)$$

А оскільки заощадження та інвестиції за сутністю є міжчасовим феноменом, зокрема заощадження – відносно життя індивідуумів, а інвестиції – відносно очікуваного майбутнього доходу, те ж саме стосується і поточного рахунку.



Тобто, середньострокова динаміка сальдо поточного рахунку відображає прийняття суб'єктами економічної діяльності міжчасових рішень щодо заощаджень та інвестицій.

Для того, щоб застосувати цей підхід на практиці, необхідно оцінити рівняння на основі панельної регресії, що відображає зв'язок між рахунком поточних операцій та основними макроекономічними показниками (ВВП, індикатори фіскальної політики, демографічні показники тощо):

$$\overline{ca}_t = f(\overline{X}_t), \quad (2)$$

де \overline{ca} – відношення сальдо поточного рахунку до ВВП.

Існує достатня кількість досліджень, які використовують підхід макроекономічного балансу для оцінки прийнятного рівня сальдо поточного рахунку (хоча за цим методом прийнятний рівень має назву "оптимальний рівень" чи "норма заощаджень-інвестицій"). Найбільш повною та фундаментальною вважається робота Ж.Мілезі-Ферретті та А.Разін, в якій оцінка прийнятного сальдо поточного рахунку базується на сукупності структурних індикаторів, які впливають на платоспроможність країни та бажання інвесторів фінансувати дефіцит поточного рахунку чи розрив між заощадженнями та інвестиціями [6]. Окрім кількісних індикаторів розглядається вплив на поточний рахунок таких факторів, як макроекономічна політика, політичні умови в країні та ринкові очікування.

Автори зазначають, що дуже важливо розрізняти випадки, коли надмірний дефіцит поточного рахунку викликаний значними внутрішніми проблемами, від випадків, коли дефіцит є скоріше результатом наявності зовнішніх проблем. У першому випадку існуючі дисбаланси вірогідніше за все вказують на необхідність змін у макроекономічній політиці та можуть бути індикаторами наближення внутрішньої кризи (наприклад, прискорення інфляції або проблем із платоспроможністю у державному секторі). Така внутрішня криза викликати погіршення ситуації у зовнішньому секторі (як частковий дефолт зовнішніх облігацій). Однак зміни в політиці, спрямовані на вирішення внутрішніх проблем, швидше за все зменшать проблеми і в зовнішньому секторі. У другому ж випадку оцінка прийнятного рівня сальдо поточного рахунку є більш складним завданням, оскільки не існує чітких рекомендацій щодо змін у політиці для вирішення існуючих проблем.

Н.Чінн та Е.Прасад емпіричним шляхом спробували виявити, які саме макропоказники визначають динаміку сальдо поточного рахунку [10]. Використані індикатори значною мірою співпадали з тими, що були розглянуті в роботі Ж.Мілезі-Ферретті та А.Разіна [6]. Дослідження проводилось для великої вибірки розвинених країн та країн, що розвиваються (відповідно, 18 та 71 країн). Згідно з результатами чисті зовнішні активи (ЧЗА) та бюджетний баланс мають стійкий позитивний зв'язок із сальдо поточного рахунку; для країн, що розвиваються, також значущим є показник монетизації економіки. Показник відкритості економіки теж є значущим для країн, що розвиваються, однак коефіцієнт регресії має від'ємний знак. У цілому оцінки прийнятного рівня дефіциту для країн, що розвиваються, становлять від 1,0 до 3,5% від ВВП.

Експерти МВФ (Консультативна група щодо питань з обмінного курсу) використовували такі фактори для оцінки прийнятного рівня поточного рахунку: дефіцит бюджету, демографічні змінні, ЧЗА, чистий експорт нафти, відносний доход на душу населення, економічне зростання [11]. Прийнятний



рівень сальдо поточного рахунку був оцінений для 54 країн, серед яких є як розвинені, так і країни, що розвиваються. Для розвинених країн Європи оцінка прийняттого рівня дефіциту становить близько 0,3% від ВВП, тоді як для країн, що розвиваються, цей показник значно вищий та становить від 0,7 до 3,7% від ВВП, причому найвищий прийнятний рівень дефіциту характерний саме для країн Східної та Південної Європи.

Дж.Рахман також отримав значно вищі оцінки рівня прийняттого дефіциту поточного рахунку для 10 країн Східної та Південної Європи, що нещодавно стали членами ЄС (Болгарія, Естонія, Латвія, Литва, Польща, Румунія, Словачів, Словенія, Угорщина, Чехія) [12]. Оскільки дефіцит поточного рахунку у багатьох цих країнах був значно більший за середній рівень в країнах, що розвиваються, центральним питанням у дослідженні автора є відповідність динаміки сальдо поточного рахунку макроекономічним показникам. Країни Східної та Південної Європи розвивалися здебільшого за рахунок припливу іноземних інвестицій, тоді як в азійських країнах розвиток фінансувався переважно за рахунок внутрішніх джерел, тому в роботі до рівняння було введено одну пояснювальну змінну, а саме прямі іноземні інвестиції (ПІІ). Зростання ПІІ сигналізує про поліпшення інвестиційного клімату в країні та є одним із стабільних джерел фінансування дефіциту поточного рахунку. Нова змінна виявилася значущою. Як результат, оцінки прийняттого рівня дефіциту поточного рахунку в 10 країнах, які нещодавно стали членами ЄС, коливаються від 1,9 до 7,1% до ВВП.

Як було зазначено вище, для того, щоб застосувати підхід макроекономічного балансу на практиці, необхідно оцінити рівняння (2), що відображає зв'язок між рахунком поточних операцій та основними макроекономічними показниками. Якість отриманих результатів значною мірою залежатиме як від вибору сукупності індикаторів, так і від надійності економетричної оцінки. Оскільки часовий проміжок для оцінювання рівняння на даних для України досить невеликий, було вирішено використати результати попередніх досліджень, що базуються на панельних регресіях для сукупності країн (у табл. 1 стисло представлені результати оцінювання). Для розрахунку прийняттого рівня поточного рахунку для України були обрані результати роботи Дж.Рахмана [12], бо представлені в ній країни Східної Європи мають багато спільних рис з Україною, зокрема щодо динаміки платіжного балансу та визначальних факторів.

Прогнозні значення зазначених вище показників були отримані: (1) від фахівців НБУ – для чистого експорту нафти, ЧЗА, зростання ВВП та державного бюджету; (2) як експертні оцінки на основі трендів для інших показників.

На рис. 2 представлена динаміка показника прийняттого поточного рахунку та внески основних факторів. Отримане прийнятне значення дефіциту рахунку поточних операцій знаходиться на рівні 4,7% від ВВП (середнє протягом 2001–2008 рр.). Однак у 2009–2010 рр. спостерігається зростання норми, в основному внаслідок збільшення внеску показника дефіциту бюджету (коефіцієнт у рівнянні 0,39).

Оскільки (1) регресія оцінювалась для країн Східної Європи, що мали на цей період профіцит державного бюджету або ж значно нижчий, ніж в Україні рівень дефіциту та (2) прогнозований дефіцит бюджету для України у 2009–2010 рр. є досить високим, було прийнято рішення зменшити коефіцієнт для дефіциту бюджету в рівнянні до рівня, оціненого в роботі МВФ [11].



Таблиця 1

Оцінки регресійних рівнянь в окремих наукових працях

Показник	М.Чінн та Е.Прасад	Експерти МВФ	Дж.Рахман
Дефіцит бюджету	0,31	0,19	0,39
ЧЗА	0,05	0,02	0,04
Відносний дохід	0,04	0,02	0,03
Темпи зростання населення	н/д	-1,22	-0,79
Частка людей похилого віку	-0,05	-0,14	-0,14
Частка молодих людей	-0,03	н/д	н/д
Зростання ВВП	-0,05	-0,21	-0,05
Чистий експорт нафти	н/д	0,23	0,15
Фінансове поглиблення	0,03	н/д	н/д
Умові торгівлі	0,02	н/д	н/д
Регуляторні обмеження щодо потоків капіталу	0,01	н/д	н/д
Даммі Фінансовий центр	н/д	0,03	0,01
Даммі Азійська криза	н/д	0,06	0,03
ПІІ	н/д	н/д	-0,13
Даммі грошові перекази	н/д	н/д	0,02

Джерело: Chinn, Menzie D. and Eswar S. Prasad Medium-term determinants of current accounts in industrial and developing countries: An empirical exploration // Journal of International Economics. – 2003. – № 59 – P. 47–76; International Monetary Fund. Methodology for CGER Exchange Rate Assessments // IMF Report. – 2006. – № 06/283; Rahman, J. Current Account Developments in New Member States of the European Union: Equilibrium, Excess, and EU-Phoria // IMF Working Paper . – 2008. – № 08/92.

Після впровадження запропонованих вище змін ми отримали, що середній рівень прийнятеного дефіциту рахунку поточних операцій становить 4,5% до ВВП. Такий результат є подібним до отриманого Дж.Рахманом [12] середнього значення для країн Східної Європи (4,3% до ВВП).

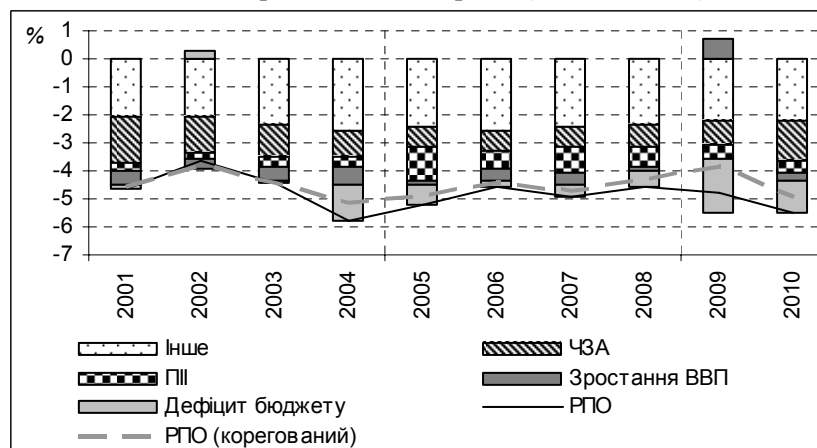


Рис. 2. Норма заощаджень-інвестицій, % до ВВП

Джерело: за даними НБУ за відповідні роки, власні оцінки.

Підхід зовнішньої стійкості базується на визначенні дефіциту поточного рахунку (CAD) як причини збільшення чистих зовнішніх зобов'язань (NFL) або зменшення чистих зовнішніх активів (NFA):

$$CAD_t = NFL_t - NFL_{t-1} = -(NFA_t - NFA_{t-1}). \quad (3)$$



Дефіцит поточного рахунку вважається прийнятним, якщо він не наражає на небезпеку платоспроможність країни, тобто не веде до надмірного накопичення зовнішніх зобов'язань. Підхід зовнішньої стійкості базується на міжчасовому бюджетному обмеженні, відповідно до якого поточна вартість майбутніх торгових профіцитів має бути достатньою для обслуговування країною своїх зовнішніх зобов'язань. Країна є платоспроможною, якщо дисконтована вартість первинного сальдо поточного рахунку (сальдо за виключенням відсоткових платежів) є достатньою для погашення накопиченого зовнішнього боргу. З цієї точки зору дефіцит рахунку поточних операцій є прийнятним, якщо не постраждала платоспроможність.

Значно ширше визначення платоспроможності базується на менш жорсткому обмеженні – на незмінності показника зовнішньої заборгованості. Серед "цільових" показників зовнішньої заборгованості країни найпоширенішими є такі:

- рівень валового зовнішнього боргу до ВВП (Ж.Мілезі-Ферретті та А.Разін [6]);
- відношення чистих зовнішніх зобов'язань до ВВП (МВФ) [13];
- відношення рівня зовнішнього боргу до експорту (У.Дадуш та ін. [14]), що більше відноситься до великих і відносно закритих економік.

У разі, коли цільовим орієнтиром є показник відношення до ВВП, та якщо темпи зростання реального ВВП перевищують реальну відсоткову ставку, дисконтована сума майбутніх первинних балансів поточного рахунку може бути навіть від'ємною.

Підхід зовнішньої стійкості широко використовується в роботі МВФ під час аналізу економічного стану країн відповідно до ст. IV. При цьому, за оцінками фахівців МВФ, прийнятний дефіцит поточного рахунку для країн, що розвиваються, Центрально-Східної Європи становив у середньому 3,3% від ВВП (МВФ) [11].

Найпопулярніший із шляхів задоволення міжчасового бюджетного обмеження країни – забезпечення стабілізації розміру чистих зовнішніх активів (ЧЗА) відносно розміру економіки на певному цільовому рівні, таким чином можна уникнути необмеженого зростання активів чи зобов'язань. Ми вважаємо, що саме така ціль, що була запропонована МВФ [13] і широко використовується в його роботі з оцінювання рівноважних обмінних курсів [11], є найбільш прийнятною для України. Використання лише частини ЧЗА, а саме валового зовнішнього боргу, ігнорує потоки капіталу, що не створюють боргового навантаження, та, що важливіше для України, – валові зовнішні активи. Таким чином, використання валового зовнішнього боргу як ціль вимагає певних припущень стосовно динаміки активів, що є дуже волатильною компонентою платіжного балансу. Також наші попередні розрахунки підтвердили, що використання різних сценаріїв динаміки активів веде до дуже різних результатів оцінки прийнятного рівня дефіциту поточного рахунку, але медіана оцінок виявилася дуже схожою до результатів підходу, що базується на стабілізації відношення ЧЗА до ВВП.

Цей підхід вимагає лише декілька припущень, зокрема щодо темпів зростання потенційного ВВП, рівня інфляції та рівня доходності зовнішніх активів і зобов'язань. Результати цього підходу зовнішньої стійкості очевидні. Країни – чисті дебітори (такі, як Україна), що демонструють вищі темпи зростання, можуть дозволити собі значні дефіцити поточного рахунку без збільшення рівня



чистих зовнішніх зобов'язань відносно ВВП. Вищі відсоткові ставки доходності за зовнішніми активами і пасивами призводять до того, що країни – чисті дебітори потребують більшого профіциту поточного рахунку, щоб стабілізувати зовнішню позицію. Якщо відсоткові ставки за зобов'язаннями перевищують ставки за активами (внаслідок, наприклад, вищої премії за ризик), то країна повинна мати більший профіцит торгівлі, щоб стабілізувати ЧЗА.

Для визначення рівня сальдо поточного рахунку, що стабілізує ЧЗА на заданому рівні по відношенню до ВВП, використовується рівняння для накопичення ЧЗА (3), доповнене ефектами переоцінки фінансових активів і зобов'язань (VE_t), що також включають такі фактори, як трансферти за капітальним рахунком і помилки та упущення²:

$$NFA_t - NFA_{t-1} = CA_t + VE_t, \quad (4)$$

Позначаючи малими літерами відношення до ВВП, рівняння може бути приведене до такої форми:

$$nfa_t - nfa_{t-1} = ca_t + ve_t - \frac{g_t + \pi_t}{(1 + g_t)(1 + \pi_t)} nfa_{t-1}, \quad (5)$$

де g_t – темпи зростання реального ВВП, π_t – інфляція (зміна дефлятора ВВП у доларовому вимірі). Припускаючи, що $ve_t = 0$, і позначаючи цільовий рівень ЧЗА як nfa^S , сальдо поточного рахунку, що стабілізує ЧЗА на цьому цільовому рівні, визначається за формулою (отриманий прийнятний рівень сальдо поточного рахунку за цим підходом також називають "цільовим"):

$$ca^S = \frac{g + \pi}{(1 + g)(1 + \pi)} nfa^S. \quad (6)$$

Іншим різновидом розрахунку цільового рівня поточного рахунку є варіант, що передбачає поступову конвергенцію ЧЗА до свого цільового рівня відповідно до роботи М.Рубашека [15]:

$$nfa_t - nfa_{t-1} = -p(nfa_{t-1} - nfa^S), \quad (7)$$

де p – швидкість конвергенції.

Підставляючи в рівняння (6), отримуємо таку залежність для балансу поточного рахунку, що призводить до конвергенції ЧЗА до свого цільового рівня:

$$ca_t^S = -p(nfa_{t-1} - nfa^S) + \frac{g_t + \pi_t}{(1 + g_t)(1 + \pi_t)} nfa_{t-1}. \quad (8)$$

Звичайно цільовий рівень ЧЗА (nfa^S) – ключовий елемент оцінювання прийнятного балансу поточного рахунку. Однак вибір nfa^S у певному сенсі є довільним і може відображати набір суджень. Менший ступінь залучення до зовнішнього фінансування, тобто нижчий рівень чистих зовнішніх зобов'язань, асоціюється із нижчими ризиками для зовнішньої стійкості, однак, у той же час країна позбавляється можливостей щодо швидшої конвергенції до рівня розвинутих країн на основі використання доступу до іноземного капіталу.

² У випадку України ефекти переоцінки включають також вплив капіталу за фіктивними операціями, що фіксується в платіжному балансі, але не відображається в зростанні валових активів у міжнародній інвестиційній позиції.



Дефіцит поточного рахунку платіжного балансу...

Цільові рівні можуть бути оцінені на основі міжкраїнних і міжчасових фактів, пов'язуючи чисту міжнародну позицію з фундаментальними факторами, такими як рівень розвитку, демографія і фіскальна політики (Ф.Лейн і Ж.Мілезі-Ферретті [16]), аналогічно до аналізу балансу поточного рахунку в підході макроекономічного балансу.

У нашому випадку вибір цілі для ЧЗА базується на аналізі історичних даних та порівнянні з сусідніми країнами (табл. 3). З 2001 по 2005 роки відношення чистих зовнішніх зобов'язань до ВВП знижувалось внаслідок профіциту поточного рахунку, а з 2006 р. почало зростати. Однак до кінця 2008 р. це зростання було досить повільним (лише на 4,1 відсоткових пункта за 3 роки), оскільки ефект зростаючого дефіциту поточного рахунку компенсувався високими темпами зростання реального ВВП та посиленням реального обмінного курсу національної валюти, що відповідно провокувало високі темпи зміни номінального ВВП у доларах США. У 2009 р. різке падіння ВВП (на 15%) та послаблення реального курсу гривні (на 17%³) навіть за умов стрімкого скорочення дефіциту поточного рахунку (до 1,5% до ВВП) призвели до суттєвого збільшення відношення чистих зовнішніх зобов'язань до ВВП з 22 до 34%. Але цей рівень залишається набагато нижчим, ніж в інших країнах Центральної та Східної Європи. Лише декілька країн, зокрема Росія, Білорусь, Казахстан, Словенія і Туреччина, мали нижчі показники. При цьому тільки Росія є чистим кредитором по відношенню до іншого світу, що пов'язано з високими доходами від експорту енергоресурсів і перманентним профіцитом поточного рахунку. Всі ж інші країни мали показники значно вищі, що пояснюється, в першу чергу, значним припливом інвестиційного та торгового капіталу від "старих" членів Європейського Союзу.

Таблиця 3

Чиста інвестиційна позиція, % до ВВП

Країна	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Середнє	
									2001–2008	2005–2008
Україна	-32,2	-28,6	-23,4	-18,7	-16,4	-18,5	-18,7	-22,2	-22,8	-19,8
Білорусь	-25,5	-24,7	-22,5	-19,6	-12,9	-15,2	-17,6	-21,6	-19,9	-16,8
Болгарія	-28,2	-29,0	-30,0	-30,4	-44,3	-64,0	-98,5	-98,1	-52,8	-76,2
Чехія	-10,9	-17,5	-22,5	-33,7	-27,3	-36,4	-38,5	-38,2	-28,1	-35,1
Естонія	-50,0	-60,4	-73,8	-94,3	-81,3	-78,5	-80,8	-75,0	-74,2	-78,9
Угорщина	-67,3	-74,5	-83,4	-93,9	-86,2	-105,2	-97,7	-96,1	-88,0	-96,3
Казахстан	-59,1	-55,8	-47,8	-36,4	-35,5	-35,8	-42,6	-29,5	-42,8	-35,9
Латвія	-36,6	-42,6	-46,1	-54,6	-56,4	-72,8	-78,8	-78,7	-58,3	-71,7
Литва	-34,6	-36,4	-36,9	-37,9	-40,8	-51,4	-60,4	-49,8	-43,5	-50,6
Молдова	-98,2	-93,0	-84,8	-60,7	-57,0	-61,2	-61,6	-61,0	-72,2	-60,2
Польща	-30,3	-37,0	-43,4	-50,8	-42,1	-48,7	-57,0	-46,2	-44,4	-48,5
Румунія	-24,4	-21,2	-26,7	-29,7	-27,5	-39,6	-47,0	-49,3	-33,2	-40,8
Росія	14,3	10,8	0,9	-1,8	-4,1	-3,7	-9,8	15,2	2,7	-0,6
Словаччина	-26,1	-25,1	-37,2	-44,8	-47,1	-67,5	-53,2	-52,3	-44,2	-55,0
Словенія	-1,9	-0,7	-8,0	-10,8	-10,4	-17,9	-22,9	-30,7	-12,9	-20,5
Туреччина	-43,0	-36,6	-34,7	-32,3	-35,9	-38,4	-48,3	-27,7	-37,1	-37,6

Джерело: за даними веб-сайтів центральних банків, статистичних агенцій; власні розрахунки.

Найпоширенішим варіантом є використання останнього історичного значення ЧЗА як цільового рівня. Незважаючи на те, що цільовий рівень для

³ Власна оцінка зміни РЕОКу на основі дефляторів ВВП.



України, визначений таким чином, вищий, ніж серед інших розглянутих країн, на нашу думку, він все ж таки залишається занадто низьким. Основною причиною цього є неефективна структура зовнішніх активів і зобов'язань в Україні. А саме: значна частина активів має форму готівки в іноземній валюті поза банківською системою, що породжує багато проблем, пов'язаних із доларизацією. Також значна частина зобов'язань має форму боргового капіталу, у той час як країни Центрально-Східної Європи залучають капітал, насамперед інвестиційного характеру. Тому, на нашу думку, цільовий рівень чистих зовнішніх активів має бути вищим, ніж у Словенії та Туреччині, та значно вищим, ніж у Чехії, Польщі, Румунії, Словаччині.

З іншого боку, зрозуміло, що рівень чистих зовнішніх активів до ВВП, що спостерігався в останні до кризи роки, є також завеликим через достатньо високі темпи економічного зростання та посилення реального курсу гривні, що перевищують середньострокові трендові значення. Тому, на нашу думку, варто використати як ціль середнє значення за останні 3 роки, включаючи і 2009 р. – 25% (подібне усереднення використовувалось і в роботі А.Арістовніка [9]).

Для показників темпів зростання реального ВВП та дефлятора ВВП у доларах США ми використовуємо їх трендові значення. При цьому для реального ВВП були використані оцінки потенційного ВВП фахівців НБУ на основі фільтра Калмана [17]. Як метод отримання трендового значення для дефлятора ВВП був використаний фільтр Ходріка–Прескотта з досить низьким ступенем згладжування для досягнення достатньої волатильності ряду, щоб відобразити падіння реального курсу гривні в 2008 р. Для оцінок реального ВВП та дефлятора на прогнозному горизонті використовувалися прогнози фахівців НБУ на 2010–2011 рр., а в подальшому – середні історичні значення.

Результати, наведені в табл. 4, демонструють, що максимальний цільовий дефіцит поточного рахунку спостерігався у 2004–2005 рр., як внаслідок падіння чистих зовнішніх зобов'язань нижче цільового рівня, так і через високі темпи зростання трендового номінального ВВП у доларах США. З 2006 р. розпочинається падіння трендових темпів зростання номінального ВВП, а згодом, унаслідок погіршення зовнішньої позиції, зменшується внесок і цієї компоненти в формування цільового дефіциту. Нарешті, у 2009 р. падіння ВВП і реальна девальвація гривні призвели до необхідності коригування поточного рахунку, до того ж для повного нівелювання цих факторів необхідно було б формування профіциту поточного рахунку на рівні 1,6% до ВВП. Відновлення зростання потенційного ВВП і ревальвації гривні з 2010 р., хоча й нижчими темпами, обумовлюватиме відновлення можливості зростання цільового дефіциту поточного рахунку. При цьому показник вищий за цільовий рівень призводить до від'ємного внеску до значення цільового дефіциту поточного рахунку. Як результат, прийнятний рівень дефіциту поточного рахунку поступово збільшується від 0,6% до ВВП у 2010 р. до 3,1% у 2014 р. *Рівень дефіциту поточного рахунку, що забезпечує утримання ЧЗА на цільовому рівні, в довгостроковому періоді був оцінений в 3,2% від ВВП.*

Також важливим аспектом розрахунку цільового рівня дефіциту поточного рахунку на основі методу зовнішньої стійкості є вплив зміни реального обмінного курсу національної валюти на відношення ЧЗА до ВВП. Зміна реального обмінного курсу, що є необхідною для приведення поточного рахунку у відповідність з цільовим рівнем, матиме вплив і на зовнішню позицію економіки, що в свою чергу визначає цільовий рівень поточного рахунку. Отже,



Дефіцит поточного рахунку платіжного балансу...

зміна реального обмінного курсу впливає не тільки на фактичний рівень поточного рахунку, але й на його цільовий рівень. Однак, наскільки нам відомо, цей факт майже повністю ігнорується в роботах щодо оцінки рівноважного обмінного курсу та рекомендаціях щодо зміни обмінного курсу на їх основі, хоча, на нашу думку, цілком невиправдано.

Таблиця 4

Розрахунок цільового рівня дефіциту поточного рахунку

Роки	Дані			ca_t^s (% до ВВП)	Розподіл цільового рівня поточного рахунку за факторами	
	nfa_t (% до ВВП)	Δp_t (%)	Δy_t (%)		$p(b_{t-1} - b^s)$ (конвергенція)	$\frac{g_t + \pi_t}{(1 + g_t)(1 + \pi_t)} b_{t-1}$ (зростання тренду номінального ВВП)
2001	-32,2	4,8	9,3	-3,5	1,6	-5,0
2002	-28,6	7,0	7,0	-3,2	0,7	-3,9
2003	-23,4	10,8	7,1	-4,0	0,4	-4,3
2004	-18,7	17,9	7,7	-4,9	-0,2	-4,7
2005	-16,4	23,7	7,6	-5,0	-0,6	-4,4
2006	-18,5	22,1	6,3	-4,5	-0,9	-3,6
2007	-18,7	18,8	3,5	-4,0	-0,7	-3,4
2008	-22,2	9,3	1,1	-2,4	-0,6	-1,8
2009	-33,7	-4,7	-3,0	1,6	-0,3	1,9
2010	-30,4	2,6	2,1	-0,6	0,9	-1,5
2011	-28,6	6,6	3,5	-2,2	0,6	-2,8
2012	-27,4	7,9	4,0	-2,7	0,4	-3,0
2013	-26,7	9,4	3,6	-2,9	0,3	-3,2
2014	-26,2	10,0	4,0	-3,1	0,2	-3,3

Джерело: розрахунки авторів.

Ще один із методів оцінки прийнятності рівня дефіциту поточного рахунку базується на його визначенні як рівня дефіциту, який інвестори мають бажання фінансувати. Оскільки ПІІ звичайно розглядаються як стабільна форма припливу капіталу та фактор зростання потенціалу економіки, *найпростіше оцінювати прийнятність рівня дефіциту поточного рахунку як рівень, що фінансується за допомогою ПІІ:*

$$ca_t^s = -fdi_t. \quad (9)$$

Щодо цього підходу 2008 р. також став переломним: саме тоді дефіцит поточного рахунку перевищив приплив ПІІ (рис. 3).

Для оцінки прийнятності рівня дефіциту поточного рахунку на основі цього підходу в майбутньому необхідний прогноз чистого притоку ПІІ. На найближчі роки прогноз є експертною оцінкою і багато в чому залежить від поточного стану економіки України, ситуації в світовій фінансовій системі та бажання інвесторів вкладати інвестиції в країни з перехідною економікою. Довгостроковий прогноз базується на простому бенчмарк-аналізі України та сусідніх країн, що лише нещодавно пройшли шлях від країн із перехідною економікою до ринкової, і більшість з яких стали новими членами ЄС (табл. 5).

У середньому для всіх країн регіону чистий приплив прямих іноземних інвестицій у 2001–2008 рр. становив 5% від ВВП, а в останні роки навіть був вищим – 5,6%. В Україні приплив ПІІ в останні роки також суттєво прискорився. Однак через глобальну фінансово-економічну кризу, чистий приплив у



2009–2010 рр. суттєво знизився, але очікується повернення до середніх рівнів у 2011–2014 рр. Отже, за цим методом прийнятний рівень дефіциту поточного рахунку в середньостроковій перспективі був оцінений у 5% від ВВП.

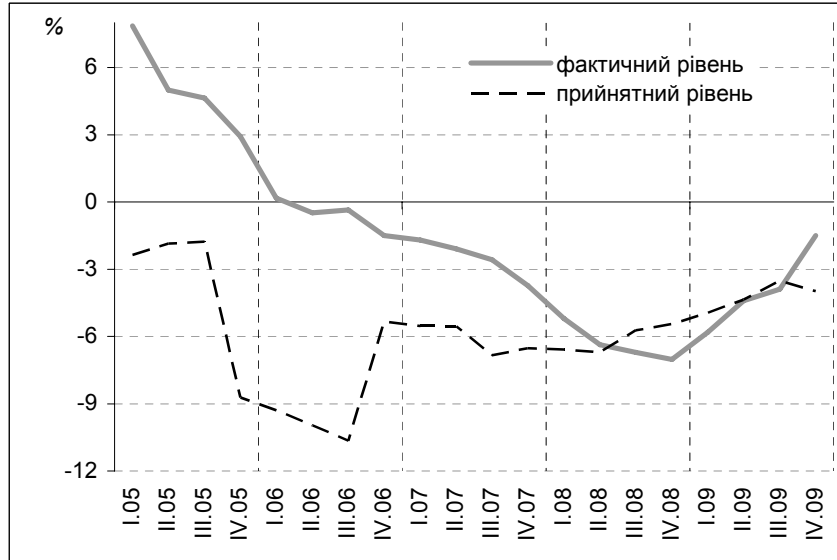


Рис. 3. Сальдо поточного рахунку (фактичний рівень та прийнятний на основі фінансування за допомогою ПІ), кумулятивно за останній рік, % від ВВП

Джерело: за даними НБУ за відповідні роки, власні оцінки.

Таблиця 5

Прямі іноземні інвестиції (сальдо), % до ВВП

	Країна	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Середнє	
										2001–2008	2005–2008
1	Україна	2,0	1,6	2,8	2,6	8,7	5,3	6,4	5,4	4,4	6,5
2	Білорусь	0,8	3,1	1,0	0,7	1,0	0,9	3,9	3,6	1,9	2,4
3	Болгарія	5,9	5,6	10,3	11,7	14,7	23,9	28,9	16,3	14,7	20,9
4	Чехія	8,9	11,0	2,0	3,6	9,3	2,8	5,1	4,1	5,9	5,4
5	Естонія	5,5	2,2	7,9	5,7	15,7	4,2	5,3	4,4	6,4	7,4
6	Угорщина	6,7	4,1	0,6	3,3	5,0	3,2	1,7	3,1	3,5	3,2
7	Казахстан	12,9	8,8	7,2	12,6	3,7	8,2	7,6	8,1	8,6	6,9
8	Латвія	1,4	2,7	2,3	3,8	3,6	7,5	6,7	4,2	4,0	5,5
9	Литва	3,6	5,0	0,8	2,3	2,6	5,1	3,6	3,1	3,3	3,6
10	Молдова	7,0	5,0	3,7	5,7	6,4	7,4	11,0	11,1	7,2	9,0
11	Польща	3,0	2,0	2,0	4,6	2,3	3,1	4,2	2,5	3,0	3,0
12	Румунія	2,9	2,5	3,6	8,4	6,6	8,9	5,7	6,8	5,7	7,0
13	Росія	0,1	0,0	-0,4	0,3	0,0	0,7	0,7	1,1	0,3	0,6
14	Словаччина	10,4	23,9	7,9	9,6	6,1	9,2	4,3	3,3	9,3	5,7
15	Словенія	1,1	6,5	-0,6	0,8	-0,2	-0,6	-0,7	0,5	0,9	-0,2
16	Туреччина	1,5	0,4	0,4	0,5	1,9	3,6	3,1	2,1	1,7	2,7
	Середнє	4,6	5,3	3,2	4,8	5,5	5,9	6,1	5,0	5,0	5,6

Джерело: за даними IFS, веб-сайтів центральних банків; власні розрахунки.

На рис. 4 представлено оцінки прийнятної рівня сальдо поточного рахунку за різними методами. До 2007 р. фактичний рівень сальдо всі ці оцінки перевищував. Однак у 2008 р. дефіцит поточного рахунку перевищує усі



Дефіцит поточного рахунку платіжного балансу...

прийнятні межі, що стало однією з основних причин високої вразливості економіки України до глобальної фінансово-економічної кризи.

У 2009 р. дефіцит поточного рахунку суттєво скоротився – до 1,5% від ВВП. І хоча цього було достатньо, щоб повернутися в "безпечну" зону за підходом макроекономічного балансу та за методом достатності можливостей для фінансування, необхідність забезпечення зовнішньої стійкості вимагала, здається, ще більшого коригування. Однак, на нашу думку, оцінки за цим підходом є занадто чутливими до змін макроекономічних умов (потенційного ВВП, рівноважного реального обмінного курсу), що вимагає занадто різкої корекції сальдо поточного рахунку (формування профіциту в 1,6% від ВВП). Варто також зважати і на середньострокову природу цього підходу, а за результатами оцінювання, вже у 2010 р. стає прийнятним формування дефіциту поточного рахунку в 0,6% від ВВП, і поступове його розширення в наступні роки – до 3% від ВВП. Але звичайно така прийнятність дефіциту поточного рахунку в 2009 р. була можлива лише за умов запобігання розширенню фактичного дефіциту в майбутньому.

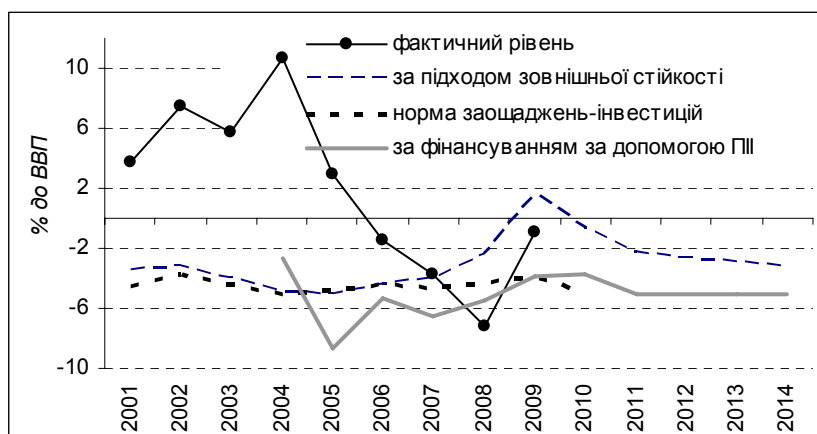


Рис. 4. Сальдо поточного рахунку (фактичний рівень та оцінки прийняттного рівня за різними підходами), % від ВВП

Джерело: за даними НБУ за відповідні роки, власні оцінки.

Загалом у довгостроковому періоді оцінки прийняттного рівня дефіциту поточного рахунку коливаються від 3,2% до 5% від ВВП, що в цілому узгоджується з міжнародним досвідом та особливостями української економіки.

Отже, в найближчі два роки дефіцит поточного рахунку на рівні 1–2%, а далі 3–4% можна вважати цілком прийнятним для забезпечення зовнішньої стійкості України. І хоча в 2009 р. фактичний дефіцит скоротився до необхідного рівня, а на 2010 р. за більшістю прогнозів залишатиметься приблизно таким же, існують ризики повернення до надмірного дефіциту поточного рахунку, що збільшуватиме зовнішню вразливість і ймовірність розгортання кризи платіжного балансу. Так, зокрема, вищий рівень чистої зовнішньої заборгованості визначатиме в наступні роки вищі відсоткові платежі, ніж це було в 2005–2008 рр. У цих умовах визначальна роль економічної політики держави має бути націлена на регулювання балансу зовнішньої торгівлі, що передбачає як пошук оптимальних варіантів макроекономічних заходів (монетарного та фіскального характеру), так і впровадження необхідних структурних перетворень.



Висновки. Дослідження питання прийнятності дефіциту поточного рахунку в контексті забезпечення зовнішньої стійкості показало, що постійні та високі дисбаланси у зовнішньому секторі економіки, індикаторами яких є дефіцити поточного рахунку, часто розглядаються як сигнали підвищення ймовірності зовнішніх криз та необхідності корекцій в макроекономічній політиці. Приклад фінансової кризи в Україні наприкінці 2008 р. іще раз це підтвердив, адже саме надмірний дефіцит поточного рахунку став одним із визначальних факторів високої вразливості економіки України до змін у світовій фінансовій системі.

Однак у певні періоди часу економіка може потребувати інвестицій більше, ніж дозволяють її заощадження, що в результаті обумовлює формування дефіциту поточного рахунку. Тому визначення прийнятної рівня дефіциту поточного рахунку, що з одного боку, дозволяв би країні залучати необхідні для прискореного розвитку ресурси, а з іншого – не наражав би на небезпеку кризи через погіршення зовнішньої платоспроможності або небажання іноземних інвесторів продовжувати фінансувати потреби вітчизняної економіки, є актуальним питанням. Щодо цього нами було запропоновано ряд підходів, які широко використовуються в світовій практиці – зовнішньої стійкості, макроекономічного балансу, фіксування за допомогою ПП. Отримані результати продемонстрували: саме в 2008 р. фактичний дефіцит поточного рахунку перевищив оцінки прийнятної рівня, що врешті стало каталізатором зовнішньої кризи. У 2009 р. дефіцит поточного рахунку скоротився до прийнятної рівня і, за більшістю прогнозів, залишатиметься таким і в 2010 р. *У середньостроковій перспективі прийнятний рівень дефіциту поточного рахунку в рамках підходу зовнішньої стійкості був оцінений у 3,2% від ВВП, у той час як за іншими підходами цей рівень був навіть децю вищим (4,5–5%). Звичайно, ці оцінки є результатом ряду припущень і мають сприйматися з обережністю, однак в цілому очевидно, що перевищення порогу в 5% від ВВП для України означатиме високу ймовірність нової кризи.*

Для утримання дефіциту поточного рахунку не вище прийнятної рівня необхідна виважена макроекономічна політика (зокрема, перехід до режиму більш гнучкого обмінного курсу, стабілізація фінансової системи, збалансований державний бюджет) та структурні реформи, спрямовані на стимулювання високотехнологічного експорту, запровадження енергозберігаючих технологій та заміщення споживчого імпорту вітчизняними товарами.

Література

1. Roubini N., Wachtel Paul. Current-Account Sustainability in Transition Economies // NBER Working Paper. – 1999. – № 6468.
2. Corsetti G., Pesenti P., Roubini N. What Caused the Asian Currency and Financial Crisis? (Part I: A Macroeconomic Overview) // NBER Working Paper. – 1998. – № 6833.
3. Radelet S., Sachs J. The Onset of the East Asian Currency Crisis // NBER Working Paper. – 2000. – № 6680.
4. Kamin S.B., Schindler J.W., Shawna S.L. The Contribution of Domestic and External Factors to Emerging Market Devaluation Crisis: An Early Warning System Approach // FBR International Finance Discussion Paper. – 2001. – № 711.
5. Edwards S. Thirty Years of Current Account Imbalances, Current Account Reversals and Sudden Stops // NBER Working Paper. – 2004. – № 10276.
6. Milesi-Ferretti G.M., Razin A. Sustainability of Persistent Current Account Deficits // NBER Working Paper. – 1996. – № 5467.



Дефіцит поточного рахунку платіжного балансу...

7. *Freund C.L.* Current Account Adjustment in Industrialized Countries // International Finance Discussion Papers. – 2000. – № 692.
8. *Mann C.L.* Perspectives on the U.S. Current Account Deficit And Sustainability // Journal of Economic Perspective. – 2000. – № 16(3). – С. 131–152.
9. *Aristovnik A.* Current account sustainability in selected transition countries // William Davidson Institute Working Paper. – 2006. – № 844.
10. *Chinn Menzie D. and Eswar S.Prasad.* Medium-term determinants of current accounts in industrial and developing countries: An empirical exploration // Journal of International Economics. – 2003. – № 59 – С. 47–76.
11. International Monetary Fund. Methodology for CGER Exchange Rate Assessments // IMF Report. – 2006. – № 06/283.
12. *Rahman J.* Current Account Developments in New Member States of the European Union: Equilibrium, Excess, and EU-Phoria // IMF Working Paper. – 2008. – № 08/92.
13. International Monetary Fund. Mexico: Selected Issues // IMF Report. – 2001. – № 01/191.
14. *Dadush U., Dhareshwar A., Johannes R.* Are Private Capital Flows to Developing Countries Sustainable? // WB Policy Research Working Paper. – 1994. – № 1397.
15. *Rubaszek M.* Economic Convergence and the Fundamental Equilibrium Exchange Rate in Poland // MPRA Paper. – 2008. – № 12910.
16. *Lane Philip and Gian Maria Milesi-Ferretti.* Long-Term Capital Movements // NBER Working Paper. – 2001. – № 8366.
17. *Ніколайчук С., Марійко Є.* Оцінка рівноважних та циклічних компонент макроекономічних показників за допомогою фільтра Кальмана // Вісник НБУ. – 2007. – № 5. – С. 58–64.

*Надійшла в редакцію
20.04.2010 р.*