

## МІЖНАРОДНИЙ ВАЛЮТНИЙ ФОНД

### Україна—Консультації за Статтею IV за 2008 рік

#### *Попередні висновки Місії*

Починаючи з 2000 року економіка України зростала активними темпами, чому сприяло здорове міжнародне середовище, макроекономічна політика стабілізації, у тому числі *де факто* прив'язаний до долара обмінний курс та низький фіскальний дефіцит, а також суттєві структурні реформи. До того ж, за багатьма параметрами, Україна стала краще захищеною від шоків. Резерви значно зросли і тепер покривають 170 відсотків короткотермінового боргу або чотири місяці імпорту. Базова фіскальна позиція є сталою: борг уряду становить лише приблизно 10 відсотків ВВП, і такий рівень дефіциту, якщо він буде втриманий на поточному значенні, забезпечить фіскальну стійкість в умовах широкого діапазону сценаріїв. Фінансовий сектор в цілому виглядає добре капіталізованим та прибутковим, причому його позиції зміцнилися з огляду на зростаючу важливу роль іноземних банків. Вступ до СОТ та переговори про укладення торговельних угод з ЄС повинні активізувати зусилля, спрямовані на проведення структурних реформ.

Однак, впродовж останніх трьох років, політика зростання бюджетних видатків та підвищення доходів, а також поліпшення умов торгівлі, зростання притоку капіталів та кредитний бум призвели до дуже активного підвищення внутрішнього попиту та погіршення позиції поточного рахунку. Зростаючий попит разом із підвищенням цін на продукти харчування та газ, підняли інфляцію до неприйнятно високого рівня. Більш того, інфляція, може ще більш активно «укорінитися» у очікуваннях та у системі формування заробітної плати, що частково є відбитком існування законодавчих механізмів, які визначають офіційний прожитковий мінімум та мінімальну заробітну плату.

На тлі турбулентності, що спостерігається на світових фінансових ринках, а також за умови змінності світових цін на сировинні товари, економіка України також зазнає як значної вразливості, як у внутрішньому, так і зовнішньому аспекті:

- В зовнішньо-економічній перспективі, реальний обмінний курс усе ще в широкому сенсі відповідає основним економічним детермінантам, однак, якщо інфляція утримається, а дефіцит поточного рахунку продовжуватиме зростати, результатом цього може стати завищений реальний обмінний курс. Окрім того, умови торгівлі можуть погіршитися в міру того, як ціни на газ в Україні рухатимуться в напрямку до світових рівнів, а ціни на сталь можуть знизитися у зв'язку із загальмуванням темпів світової економіки.

- У аспекті фінансування, турбулентність на світових ринках призвела до підвищення ризиків щодо отримання зовнішнього фінансування, у тому числі і щодо мобілізування короткотермінових позик для пролонгації боргу, оскільки спреди відсоткових ставок зросли (більше, ніж для багатьох інших країн, ринки яких перебувають у стадії формування), а джерело фінансування, отриманого від емісії Єврооблігацій, вичерпалося. Дуже великий приріст внутрішніх запозичень, у тому числі і позик у іноземній валюті, наданих нехеджованим позичальникам, вказує на зростання кредитних ризиків, а ціла низка менших банків видаються слабкими. Потенційна можливість падіння вартості високо оцінюваних активів до більш низьких рівнів, особливо це стосується деяких ринків міської нерухомості, становить додатковий ризик.

На цьому тлі, за оцінками місії, економічне зростання у 2008 році дещо загальмується до більш економічно обґрунтованого рівня, який не спричинить виникнення макроекономічних дисбалансів, і цей процес гальмування продовжиться у 2009 році, оскільки більш низькі темпи зростання світової економіки призведуть до зниження попиту на експорт, переваги в умовах торгівлі стануть більш помірними, а триваючі ускладнення на світових фінансових ринках зумовлять більш жорсткі умови фінансування і знизять темпи кредитної експансії. Усе ще високі темпи зростання внутрішнього попиту та зростаючі ціни на газ зроблять свій внесок у зростання дефіциту поточного рахунку, що фінансуватиметься за рахунок прямих інвестицій, які продовжуватимуть надходити. Однак, в міру того, як темпи економіки загальмовуватимуться і ціни на продукти харчування почнуть стабілізуватися, інфляція повинна поступово спадати, досягнувши на кінець 2008 року 17 відсотків (грудень до грудня).

Ми хотіли б підкреслити, що цей прогноз характеризується великою невизначеністю щодо певних чинників. Наприклад, фіскальна експансія, або більш значне підвищення цін на сталь, призвели б до підвищення темпів зростання, але це підвищення мало б також стосуватися і інфляції. Загострення турбулентності на світових фінансових ринках, що поширилася на Україну, може значно зменшити темпи зростання. Приймаючи до уваги усе ще бадьоро зростаючі ціни на сталь та експансію внутрішнього кредитування, ми оцінюємо ризики на 2008 рік, як такі, що пов'язані із підвищенням темпів інфляції та економічного зростання.

### **Рекомендації, що стосуються економічної політики**

Місія активно підтримує проведення фундаментальних структурних реформ, яким належатиме істотна роль у забезпеченні зростання обсягів виробництва та підвищення життєвого рівня на середньо-термінову перспективу. Однак, ці реформи потребуватимуть часу, допоки вони зможуть забезпечити зростання агрегованої пропозиції. Відтак, висока інфляція, зростаюча вразливість економіки та турбулентність на світових фінансових ринках вимагають заходів на найближчу

перспективу для того, щоб забезпечити більш жорстке провадження фіскальної, монетарної та фінансової політики. У цьому зв'язку місія хотіла б привітати заклики, які прозвучали у нещодавно розробленій програмі антиінфляційних заходів Уряду, стосовно підвищення фіскальної виваженості та кращого використання валютно-курсowego коридору. Наші рекомендації стосовно економічної політики зосереджуються на потребах поточної макроекономічної політики і у випадку їхнього запровадження могли б зробити свій внесок у стабілізування зовнішньої позиції та скорочення інфляції, яка могла б скоротитися до рівня нижче 10 відсотків до кінця 2009 року.

### ***Податково-бюджетна політика***

У цьому році тягар контролю за попитом та інфляцією повинен бути покладений на фіскальну політику, оскільки обмежена гнучкість обмінного курсу не дає змоги діям на стороні монетарної політики бути достатньо ефективними. Скорочення дефіциту загального сектора державного управління на 1 ½ відсотка ВВП у 2008 році, що приведе бюджет до майже збалансованого стану, значно зменшило б тиск. Утримавши номінальні видатки в межах рівнів, зазначених у бюджеті, прийнятому в грудні, і заощаджуючи усі понадпланові надходження, у тому числі й ті, що надійдуть до соціальних фондів, загалом можливо було б забезпечити досягнення такої мети щодо рівня дефіциту бюджету; понадпланові надходження від приватизації також необхідно заощаджувати. При потребі, подальше скорочення можна було б здійснити, обмеживши субсидії та соціальні трансферти, оскільки вони безпосередньо «підживлюють» попит та інфляційні тиски.

Для того, щоб забезпечити тривале скорочення інфляційного тиску, потрібні будуть інші фіскальні заходи. Зростання мінімальної заробітної плати, зарплати у бюджетному секторі та соціальні видатки повинні будуть утримуватися в межах, які узгоджуватимуться з показниками інфляції, що вимірюються однозначними числами; поточне підвищення на 20-40 відсотків підживлює інфляційні тиски і підриває дієвість антиінфляційної політики. Процес відшкодування втрачених заощаджень повинен бути розподілений на кілька років або компенсований за рахунок скорочення видатків за якимись іншими позиціями. Скорочення оподаткування, яке є бажаним як частина виконання плану із загального скорочення обсягів уряду, повинно бути повністю компенсоване за рахунок скорочення видатків або розширення бази оподаткування (наприклад, шляхом поліпшеного адміністрування податків, особливо ПДВ; навпаки, відміна ПДВ посилює ризик ухиляння від оподаткування, що відкинуло б Україну подалі від Європейських норм).

З огляду на велику невизначеність щодо зростання обсягів виробництва та інфляції, влада країни повинна бути готова провести необхідне коригування фіскального курсу.

Якщо темпи економічного зростання - всупереч нашим очікуванням - не загальмуються, інфляційний тиск буде більш відчутним, і це потребуватиме провадження ще більш жорсткого фіскального курсу. І навпаки, у випадку, якщо матеріалізуються ризики, пов'язані із загальмуванням темпів зростання і інфляція продемонструє явне зниження, стійка фіскальна позиція у середньо-терміновій перспективі забезпечить простір для пом'якшення фіскального курсу.

Система фіскальних показників також потребує зміцнення. Подальше вдосконалення макро-фіскального аналізу роз'яснило б макроекономічні наслідки фіскальної політики, а інтегрування її у бюджетний процес допомогло б запобігти проциклічності курсу, який характеризував фіскальну політику в останні роки. Система фіскальних показників, розрахованих на кілька років, у тому числі «стелі» на видатки, полегшили б координування між монетарною та фіскальною сферами та допомагали б спрямовувати бюджет до досягнення середньо-термінових фіскальних цілей (наприклад, поступово зменшувати обсяги уряду або запроваджувати пенсійну реформу). Більш широке фіскальне покриття і більш ретельний моніторинг державних підприємств давали б змогу ідентифікувати та стримувати фіскальні ризики. Зменшення використання адміністративних цін поліпшило б фіскальну позицію і економічну ефективність. Зокрема, підвищення цін на газ повинно бути перенесене у повному обсязі на кінцевих споживачів, а вразливі групи повинні бути захищені в рамках соціальних програм з поліпшеною адресністю.

### ***Грошово-кредитна політика***

Місія позитивно оцінює запроваджену останнім часом політику НБУ, спрямовану на встановлення більш жорстких монетарних умов, у тому числі шляхом нарощування операцій із стерилізації та розширення застосування резервних вимог. До того часу, поки не ослабне інфляційний тиск, НБУ повинен продовжувати докладати усіх можливих зусиль. Оскільки це буде вимагати коштів, Уряд повинен погодитися на те, що суми перевищення прибутків НБУ над видатками, перераховувані до бюджету, будуть відрізнятись від тих, які закладені у бюджеті. Однак, на певному етапі притоки короткотермінового капіталу та навантаження на фінансові інституції обмежать можливості поточної системи монетарної політики до подальшого «затискання» монетарної ситуації.

*Де факто* зв'язаний обмінний курс більше не є придатним для того, щоб стримувати інфляцію, заохочує доларизацію та не дає змоги номінальному обмінному курсу здійснювати свою захисну функцію від зовнішніх шоків. Відтак, як передбачалося у основних засадах монетарної політики на 2008 рік, поточний монетарний режим повинен бути замінений спочатку на більш гнучкий обмінний курс, і зрештою, на інфляційне таргетування. Цей перехід, який ми рекомендуємо розпочати зараз, вимагатиме спільних і скоординованих дій Уряду та НБУ:

- Відкрита і рішуча підтримка запропонованого нового режиму монетарної політики з боку Уряду є основою цього процесу, оскільки інакше йому бракуватиме політичного довір'я, що є вирішальним чинником. Ключовим компонентом цієї підтримки буде гарантування на законодавчому рівні і *де факто* незалежності центрального банку у здійсненні операцій з провадження монетарної політики. Готуючись до запровадження інфляційного таргетування, а також з метою забезпечення розвитку ключових ринків активів для операцій монетарної політики, Уряд повинен до середини поточного року скасувати податок на операції з іноземною валютою та оформити свої непогашені зобов'язання перед НБУ цінними паперами, що матимуть ходження на ринку. Також Уряд повинен випускати більший обсяг державних боргових зобов'язань у гривні. Необхідно зменшити масштаби надмірного використання адміністративного ціноутворення для того, щоб надати монетарній політиці максимум важелів для контролю за інфляцією.
- НБУ, маючи підтримку Уряду, повинен – як перший крок – встановити та у повному обсязі використовувати валютний коридор, який надаватиме більший простір для активного провадження монетарної політики. Основні засади монетарної політики на 2009 рік повинні зазначати, що цей коридор буде з часом розширено, в міру того, як на це дозволять обставини та якщо на це буде потреба з боку монетарної політики, не вказуючи на конкретні межі коридору чи час його запровадження. НБУ повинен продовжувати свої похвальні зусилля, спрямовані на зміцнення аналітичного потенціалу, та інтегрувати макроекономічний аналіз у рішення, що стосуються його політики. Необхідно поліпшити спілкування з широкою спільнотою та ринками, у тому числі шляхом опублікування інфляційних звітів та регулярних і зроблених у прозорий спосіб оголошень про наміри і заходи монетарної політики.

### ***Політика, що стосується фінансового сектора***

З огляду на існуючі та можливі складнощі, ми наполегливо радимо НБУ продовжувати інтенсифікувати свій нагляд за банками. Основними заходами у цій царині є консолідований нагляд, поліпшення прозорості у питаннях, що стосуються власників банків (у цьому зв'язку ми можемо привітати нещодавно оприлюднену НБУ інформацію про фактичних власників банків), заохочування банків до підвищення їхнього потенціалу з управління ризиками, послідовне керівництво з питань стрес-тестування, а також більш інтенсивне проведення виїзних обстежень. Положення банківської таємниці повинні бути приведені у відповідність до нормативів системи «Базель II». На додачу до останніх гідних похвали заходів, таких як підвищення мінімального статутного капіталу, пруденційні заходи можуть включати підвищення ваги ризиків для активів, які становлять більший кредитний ризик (особливо, нехеджовані позики, деноміновані у іноземній валюті), та більш вимогливі

пруденційні вимоги до банків, ліквідна позиція яких погіршується. Нарешті, небанківські наглядові інституції повинні бути зміцнені, що також стимулюватиме розвиток страхового ринку і ринку капіталу.

Місія підтримує наміри влади щодо запровадження послідовної лібералізації у царині контролю за капіталом, у тому числі через новий закон про валютне регулювання. Запобіжні загоди повинні бути збережені, однак застосовуватися вони повинні лише за чітко прописаних та виняткових обставин.

Місія рекомендує приділяти більше уваги питанню врегулювання ситуацій з проблемними банками та кризовому менеджменту. Що стосується першого питання, необхідно забезпечити виявлення проблемних банків на більш ранніх стадіях, а також розширити набір варіантів виходу банків з ринку, включивши до цього переліку механізми швидкого розв'язання проблем, головним чином за рахунок посилення стимулів для власників слабких банків, які б зумовлювали їхню згоду на злиття. Що стосується останнього питання, необхідно й надалі розвивати та вдосконалювати планування на випадок надзвичайних ситуацій для того, щоб забезпечити ефективне реагування у випадку непередбаченої «турбулентності».

### ***Статистика***

Статистика в Україні суттєво поліпшилася, однак підвищені ризики підкреслюють необхідність вдосконалення даних, що стосуються зовнішньої торгівлі, особливо йдеться про торговельні ціни, а також зовнішні активи, пасиви та потоки інвестицій.

\*\*\*\*\*

Місія вдячна Урядові та Національному Банку України за продуктивні та корисні дискусії, і сподівається на продовження тісного та конструктивного діалогу з питань економічної політики.

Київ, 31 березня, 2008 рік