

Суперечності пост-кризових перспектив

Поточний стан пост-кризового відновлення світової економіки має суперечливий характер. З одного боку, не можна заперечувати помітного зниження глобальних ризиків. Водночас, все ще існує низка викликів, які можуть мати негативні наслідки для процесу відновлення. Так, до чинників і викликів, які можуть перешкодити або стримати пост-кризове економічне відновлення, належать:

- низька економічна динаміка, насамперед, розвинутих країн, у яких ще не компенсовані кризові втрати,
- боргові негаразди у розвинутих країнах Європи, затягування яких знизить довіру не лише до європейських фінансових ринків та інститутів, але й світових загалом, що, своєю чергою стане «продовженням» недовіри, погіршення фінансових умов господарювання, поширення стагнаційних процесів,
- висока і нестабільна ціна на енергоресурси, насамперед, нафту, що посилює невпевненість, провокує спекулятивні тенденції, а з тим відбувається втрата цінкових орієнтирів для бізнесу і пов'язаних фінансових ринків. Водночас, погіршуються споживчі настрої, знижується сукупний попит, що провокуватиме зниження виробництва і поширення стагнаційних проявів,
- подальша консервація ринків житла у розвинутих країнах, насамперед, США, які є визначальними для розвитку економіки, посилення стимулів до продуктивної праці,
- валютна нестабільність і слабкий долар – за відсутності надійної міжнародної валюти можуть лише посилювати валютні коливання, що стане елементом макроекономічної нестабільності, поширення інфляційних процесів. Поряд з цим, внаслідок доларової слабкості відбуватиметься реальне зміцнення національних валют висхідних економік, з погіршенням умов торгівлі, валютними війнами (прискореною девальвацією заради отримання торговельних вигод), що означатиме подальше нарощування макроекономічних дисбалансів,
- зниження попиту в Японії, посилення інфляційних процесів у Китаї, що разом негативно вплине на світовий сукупний попит, а з тим – провокуватиме стагнаційний характер світової економіки.

У цьому аналітичному огляді увага концентрується на визначені **поточної ситуації у світовій економіці, макроекономічних суперечностях і дисбалансах**, які можуть призупинити пост-кризове відновлення.

1. Економічне відновлення: складові і короткостроковий прогноз

Здається, вже визнано, що 2010р. став роком, хоча й поступового, проте послідовного відновлення світової економіки. Далеко не всім країнам вдалося надолужити економічні втрати 2008-2009рр. – економічна динаміка багатьох розвинутих країн вказує, що лише наприкінці 2011р. або навіть початку 2012р. їх економіки досягнуть докризового рівня, і лише світові лідери – США і Німеччина перевищать докризовий рівень у першій половині 2011р. (таблиця «Економічне зростання в окремих країнах і регіонах світу»¹). Провідні ж висхідні економіки² (насамперед, Китай та Індія) забезпечують прискорене відновлення країн, що розвиваються, і трансформаційних країн, а відтак мають позитивний вплив на світову економіку загалом.

Економічне зростання в окремих країнах і регіонах світу,
% до попереднього року

	2009	2010(о)	2011(п)	2012(п)
Розвинуті економіки	-3,4	3,0	2,4	2,6
США	-2,6	2,8	2,8	2,9
Євро-зона	-4,1	1,7	1,6	1,8
Німеччина	-4,7	3,5	2,5	2,1
Франція	-2,5	1,5	1,6	1,8
Японія	-6,3	3,9	1,4	2,1
Велика Британія	-4,9	1,3	1,7	2,3
Висхідні економіки	2,7	7,3	6,5	6,5
<i>У т.ч. країни БРІК</i>				
Бразилія	-0,6	7,5	4,5	4,1
Індія	6,8	10,4	8,2	7,8
Китай	9,2	10,3	9,6	9,5
Росія	-7,8	4,0	4,8	4,5

Хоча висхідні економіки відіграють дедалі більшу роль у світових економічних процесах, на чому концентрувалася особлива увага у попередньому нашому аналітичному огляді³, проте **глобальним рушієм розвитку залишаються великі розвинуті країни**. І у цьому аналітичному огляді значна увага стосуватиметься стану і перспектив таких розвинутих країн, насамперед, США.

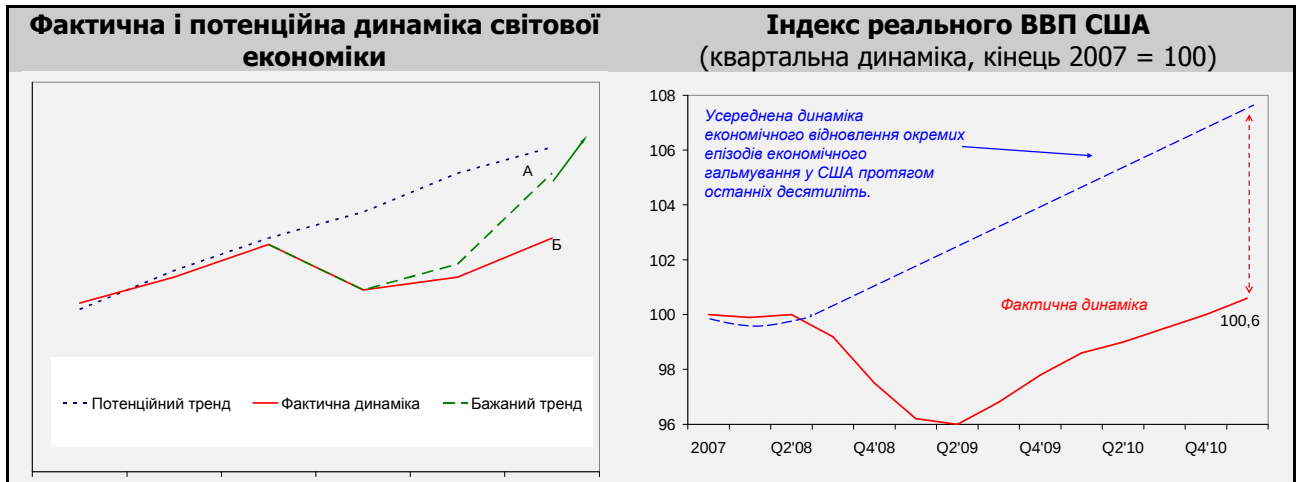
У тому ж огляді вказувалося на U-модель перебігу світової кризи 2008-2009рр. (малюнок «Фактична і потенційна динаміка світової економіки»). Для того, щоб повернутися до докризових економічних тенденцій (і, принаймні, до «довгострокової» динаміки очікуваного рівня добробуту) у посткризовий період необхідно було б забезпечити вищу (порівняно з докризовим рівнем) економічну

¹ Джерело: WEO, April 2011.

² Тут і далі, як узагальнена назва для економік країн, що розвиваються, і трансформаційних країн використовуватиметься термін «висхідні економіки», «висхідні країни» (emerging economies).

³ Докладніше див.: Пост-кризове економічне відновлення і перспективи для України. Лютий 2011. – http://uceps.org/ukr/article.php?news_id=874.

динаміку (відтинок А)⁴, що, своєю чергою, посилювало б макроекономічні ризики (зростання інфляції, монетарних і фіскальних розбалансувань тощо).



Однак, у реальності динаміка пост-кризового відновлення виявилася значно «пологішою» (відтинок Б), а тому **розрив між поточним і потенційним добробутом залишатиметься значним впродовж значного періоду**. В таких умовах вірогідними стають додаткові негативні наслідки – формування **розчарування і песимістичних настроїв** стосовно перспектив економіки в середньо- і довгостроковій перспективі, що також може гальмувати готовність до ризику і стримувати економічну динаміку.

Вказана модель знайшла своє підтвердження в економічній динаміці глобального економічного лідера – США. Хоч **економіка США відновлюється з літа 2009р., проте лише в першому кварталі 2011р. вона вийшла на докризовий рівень** (діаграма «Індекс реального ВВП США»⁵). Економічне гальмування спостерігалось протягом 6 кварталів – з кінця 2007р., коли у США почали виразно проявлятися кризові тенденції, до другого кварталу 2009р., коли було досягнуто «дна» падіння. Протягом наступних 7 кварталів економічні показники вказували на послідовне, хоча й незначне, зростання.

Проте, якщо порівняти нинішні економічні тенденції з «усередненою» до- і пост-кризовою динамікою окремих епізодів економічного гальмування у США з початку 1970-х років, то виявиться, що поточне відновлення відбувається значно повільніше, ніж у попередніх випадках (хоча, слід визнати, що в попередніх епізодах не йшлося про глобальну кризу). І в першому кварталі 2011р. індекс реального ВВП США, хоча й перевищив докризовий рівень, проте приблизно на 7 процентних пунктів (п.п.) менший, ніж в умовах «усередненої» динаміки.

⁴ Зокрема, див. докладніше: Credit Suisse Fixed Income Research, 2010.

⁵ Докладніше див.: Where US Recovery Is and Isn't. – Credit Suisse US Economics Digest, 29 April 2011.

Між тим, якщо економіка США засвідчує послідовне посткризове відновлення, то інший глобальний економічний центр демонструє суперечливі результати. На жаль, слід визнати, що **європейська економіка відновлюється значно повільніше**. Після більш, ніж 4%-падиння у 2009р., щорічні темпи зростання менше 2% у 2010-2011рр. вказують на збереження, принаймні у євро-зоні, рецесійного стану (таблиця «Економічне зростання в окремих країнах...»).

Втім, економічному піднесенню в Європі може активно посприяти пожвавлення всієї світової економіки. Оскільки темпи зростання глобального ВВП наближаються до докризового рівня, то це зможе позитивно відбитися на європейському експорті. Особливо вагомим є зростання експорту країн, які експортують капітальні товари і які під час кризи відчували значне падіння зовнішнього попиту. Так, для Німеччини характерним є по суті відновлення експорту (вже у 2010-2011рр.) внаслідок випереджаючого зростання багатьох торговельних партнерів, у т.ч. європейських та азійських країн з висхідними економіками.

Тим не менш, **темпи зростання в розвинутих європейських країнах залишатимуться низькими** як за історичними мірками, так і порівняно із зростанням багатьох розвинутих економік в інших частинах світу. Значним чином така відмінність зумовлена **складнощами впровадження узгодженої антикризової політики і жорсткого фіскального «коригування»**, а також необхідністю «дорогих» заходів підтримки соціальних програм, які в Європі значно ширші, порівняно з іншими країнами світу.

Європейські країни з висхідними економіками втрачали протягом глобальної кризи не лише внаслідок скорочення експорту, а й різкого зменшення притоку капіталів, що суттєво **загальмувало розвиток внутрішніх ринків**, обмежило доступ до відносно дешевих кредитних ресурсів, знизило внутрішній попит, який стрімко зростав у докризовий період. Відтак, економічні перспективи європейських висхідних країн значним чином залежатимуть від динаміки відновлення у найкрупніших розвинутих економіках ЄС. Однак, навіть за таких умов макроекономічні показники багатьох висхідних європейських країн кращі, ніж відповідні показники розвинутих країн.

Поряд з цим, хоча криза в багатьох європейських висхідних країнах була достатньо глибокою, проте країнам вдалося відвернути банківський і валютний крахи, ризики яких на початку розгортання кризових явищ були високими. Звичайно, це стало результатом реалізації низки рішучих антикризових заходів, зокрема прийняття великомасштабних стабілізаційних фінансових пакетів програм. Саме **міцність монетарних, банківських і фінансових інститутів дозволяє очікувати недопустимість нової хвилі кризи, а з тим і послідовного зростання** в більшості країн Європи.

Однак, при цьому слід пам'ятати і про низку суттєвих суперечностей для європейської економіки. Так, дефіцит бюджету в переважній більшості європейських країн різко зріс під час кризи і залишався високим у 2010р. і, вірогідно, не зможе суттєво скоротитися у 2011-2012рр. (докладніше див. далі). Якщо в попередні десятиріччя боргова проблематика була притаманна країнам, що розвиваються,

то сьогодні, як не дивно, **основні боргові ризики сформувалися і надходять із розвинутих країн, у т.ч. європейських**. Нагадаємо, **послаблення Маастрихтських критеріїв у найкрупніших країнах** (Німеччині і Франції), починаючи з 1990-х років, **не було вчасно оцінено як потенційно небезпечна тенденція**.

Як наслідок, сьогодні на світових ринках **посилилися ризики стосовно платоспроможності «слабких» держав ЄС**. Проте «слабкими» виявилися відносно старі члени (Греція, Ірландія, Іспанія, Італія, Португалія), а переважна більшість нових країн-членів ЄС, як згадувалося, мають кращі макроекономічні показники – економічна динаміка є значно кращою, їх державні фінанси менше розбалансовані (дефіцити на кілька процентних пунктів менші, ніж у розвинутих), державні борги – не виглядають критичними (так, «нові» країни-члени ЄС мають переважно приблизно вдвічі нижчі показники боргу у ВВП, порівняно з розвинутими країнами, таблиця «Загальний державний борг...»⁶).

Водночас, нагадаємо, нові, відносно «малі» європейські висхідні країни характеризується **високою залежністю від іноземного капіталу**. Поряд з високим дефіцитом рахунку поточних операцій, країни мають слабо розвинуті фінансові ринки, що вимагає продовження звернень до західно-європейських ринків, які в сучасних умовах навряд чи будуть готові до широких зовнішніх «вливань» за рахунок власних бюджетів.

Розв'язання вказаних і подібних проблем **вимагатиме складних і довготривалих узгоджень**, що суттєво може пригальмувати економічне відновлення європейських, у т.ч. розвинутих, країн. А тому й перспективи відновлення європейської економіки поступаються американським.

Подіями **глобального масштабу** останнього часу, спроможними вплинути на світове економічне відновлення, стали **землетрус і цунамі в Японії, а також політичні і військові протистояння** у ряді країн Північної Африки і Близького Сходу.

Катастрофічні **наслідки землетрусу і цунамі в Японії** насамперед пов'язані із значними людськими втратами. До **безпосередніх економічних наслідків** відносять⁷:

- погіршення показників промислового виробництва, як результат значних розрушень виробничих та інфраструктурних об'єктів,
- значний дефіцит поставок електроенергії,
- погіршення функціонування виробничих мереж і мереж поставок товарів всередині країни і за кордон.

Значні економічні втрати також пов'язуються з **погіршенням виробничих і споживчих настроїв** (бізнесу і населення),

Загальний державний борг окремих європейських країн 2010р., % ВВП

Велика Британія	77,2
Ірландія	96,1
Іспанія	60,1
Італія	119,0
Нідерланди	63,7
Німеччина	80,0
Франція	81,8
Латвія	39,9
Литва	38,7
Польща	55,7
Словаччина	42,0
Словенія	37,2
Угорщина	80,4
Чехія	39,6

⁶ Джерело: IMF Global Fiscal Monitor. April 2011.

⁷ Докладніше див.: Regional Economic Outlook: Asia and Pacific. – IMF Report, April 2011.

психологічним навантаженням, зважаючи на обсяги втрат і тривалість переривів «нормальної» активності. Високий психологічний тиск пов'язаний також з **радіаційною ситуацією**, внаслідок аварії (також викликаний землетрусом) на атомній електростанції.

Поряд з цим, **світовий досвід вказує, що навіть за значних стихійних лих і катастроф за доброї організації відновлюваних робіт, економікам постраждалих країн досить швидко вдається повернутися до відносно нормального функціонування.**

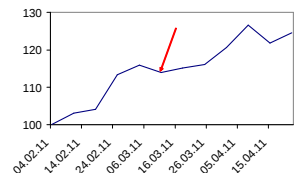
Так, зокрема, після попереднього великого землетрусу в Японії у Кобе у січні 1995р. промислове виробництво в перший місяць знизилося на 3%, проте протягом наступних місяців відбувалося прискорене відновлення, так що протягом лише одного кварталу відбулося повернення промислових показників до «докризового» (викликаного землетрусом) рівня. **Необхідність відновлення виробничих та інфраструктурних об'єктів підштовхнуло до інвестиційного буму**, як результат – зросла зайнятість, покращилися економічні очікування, а роздрібні продажі в країні відновилися також протягом кварталу. Швидке відновлення інфраструктури мінімізувало втрати в міжнародній торгівлі. Хоча й відбулося скорочення запасів, проте певні перебої у поставках не призвели до масових закриттів підприємств і скорочення зайнятості (докладніше див. Додаток «Вплив землетрусу в Японії...»).

Тобто, **сьогодні переважає оцінка відносно незначного впливу катастрофи у Японії на економіку країни зокрема і на світову економіку загалом.** Так, МВФ лише незначним чином переглянув макроекономічний прогноз для країни на 2011р. – якщо на початку року економічне зростання оцінювалося у 1,6%, то у квітневому прогнозі МВФ подає оцінку 1,4% (таблиця вище «Економічне зростання в окремих країнах...»). Проте, активні заходи з відновлення інфраструктури дозволяють передбачати зростання ВВП у 2012р. вже на рівні 2,1%.

Певним підтвердженням обмеження негативного впливу катастрофи у Японії на світову економіку може слугувати динаміка цін на нафту. Японія є третім світовим імпортером нафти, і, зрозуміло, що внаслідок катастрофи попит на неї в країні скоротився. Проте таке скорочення лише незначним чином знизило вартість нафти на міжнародних ринках (діаграма «Ціна нафти...»).

Поряд з цим, слід вказати, що, можливо, нафтові цінові коливання були б помітніші, однак, саме у весняний 2011р. період **більш вагомий вплив на цінову динаміку нафти виявили політичні протистояння і військові сутички** в окремих країнах Північної Африки і Близького Сходу. Поки конфлікти тривають, а це означає,

Ціна нафти Brent на міжнародних ринках 2011р.



що цінові нафтові шоки можуть продовжуватися, що негативно позначатиметься на постк-кризовому відновленні⁸.

Додаток. Вплив землетрусу в Японії на світову економіку.

11 березня 2011р. біля північно-східного узбережжя Японії відбувся землетрус силою 9 балів, який викликав велике цунамі, а також спровокував значне ушкодження атомної електростанції «Фукусіма-1». Стихією було завдано значної шкоди промислому північному регіону країни. Виникли також коротко- і середньострокові ризики для світової економіки. Про які ж впливи стихії на економічне середовище слід говорити?

1. ВВП Японії складає приблизно \$ 5,5 трлн. Оцінка безпосередньої завданої шкоди - \$ 150 млрд., тобто прямий збиток, заподіяний стихійним лихом у загальноекономічному масштабі не виглядає критичним.

2. На відміну від землетрусу в 1995р. в м.Кобе, нинішній землетрус відбулося на півночі країни, а цей регіон не є головним промисловим округом. У регіоні дійсно знаходяться численні автомобільні й напівпровідникові заводи, і саме автомобільна промисловість піддалася найбільш серйозному збитку, внаслідок того, що близько двох десятків заводів автомобільних компаній – "Тойота", "Хонда" і "Ніссан" – змушені були закритися. Прості заводи були також зумовлені обмеженістю поставок електроенергії, що вплинуло на непевність споживачів у швидкому відновленні.

Закриття заводів і призупинення виробництва хоча й затягнулося у часі, проте мало обмежений вплив – провідні автомобільні фірми-виробники не отримали катастрофічних збитків.

3. Втім, слід визнати, що порушення комунікацій вплинуло на поставки сировини й матеріалів, а також викликало проблеми з доставкою готової продукції в аеропорти і морські порти, тобто відбулися певні збої у ланцюзі поставок. Японія є важливою ланкою в глобальних індустріальних інтеграційних процесах, тому викликане катастрофою навіть тимчасове припинення експорту-імпорту країни неминуче вплине на підприємства інших країн. Причому Японія є вагомим світовим експортером як товарів капітального призначення, так і проміжних товарів, необхідних для подальшого використання у технологічних процесах і виробництва споживчих товарів (таблиця «*Частка експорту товарів окремих азійських країн*»⁹).

⁸ Водночас, існує переконання – чим довшими і невизначенішими будуть шоки пропозиції і цін на нафтових ринках, тим активнішими будуть зусилля, спрямовані на пошук альтернативних енергетичних джерел для промислового і побутового використання.

⁹ Джерело: Regional Economic Outlook: Asia and Pacific. – IMF Report, April 2011.

Така висока інтеграція означає, що у відновленні японської економіки зацікавлена переважна більшість країн і виробничих компаній, що посилює мотиваційні елементи прискореної ліквідації наслідків стихії.

Частка експорту товарів окремих азійських країн

% загального експорту

	Експорту капітальних товарів Японії у вказані країни	Експорту капітальних товарів вказаних країн до Японії	Експорту проміжних товарів Японії у вказані країни	Експорту проміжних товарів вказаних країн до Японії
Китай	19,1	7,0	24,8	10,8
Гонконг	6,5	8,8	6,8	3,0
Корея	8,5	6,2	12,2	9,4
Сінгапур	4,8	6,3	3,4	15,8
Тайвань	7,8	5,3	9,1	8,0
<i>Довідково:</i>				
США	21,3		15,8	
Євро-зона	18,3		10,0	

4. У зв'язку з цим слід очікувати, що значні кошти Уряду Японії, страхових компаній, приватних підприємств і приватних осіб будуть спрямовані на процес відновлення, завдяки чому з'являться нові робочі місця, а енергетична й будівельна галузі, які піддалися серйозному удару в результаті землетрусу, одержать поштовх до нового розвитку. Крім того, процес відновлення, а з тим і потреба в сировині і матеріалах створять додаткові стимули для експорту-імпорту Японії, а відтак і розвитку глобальної торгівлі.

5. Разом з тим, слід вказати, що владі Японії потрібно буде враховувати **два суттєвих макроекономічних обмеження**. *По-перше, процентна ставка* у Японії вже впродовж десятиліття коливається на рівні **близькому до нульової позначки**. Це означає, що монетарна політика не зможе виконувати активну стимулюючу функцію¹⁰.

По-друге – високий рівень державного боргу, який на кінець 2011р. передбачається на рівні 230% ВВП країни, що є найвищим показником для розвинутих країн. Дефіцит бюджету у 2011р. передбачається сягатиме 10% ВВП. Тобто **можливості фіскального стимулювання також виявляються сумнівними** (навіпаки, перед урядом стояло і стоїть завдання послідовного скорочення дефіцитів, насамперед шляхом зниження та оптимізації видатків). В таких умовах боргові ризики для Японії посилюються, що, звичайно, відіб'ється у здорожчанні нових позик для японського уряду для активізації відновлення.

¹⁰ Нагадаємо, до інструментів стимулюючої монетарної політики належить зниження процентних ставок центрального банку країни. При значення ставки близькому до нульового, зрозуміло, процентна політика має високу обмеженість.

6. Японія є третьою державою світу за імпортом нафти. Для нафтових ринків можна виокремити коротко- та середньострокові наслідки землетрусу. У зв'язку з тим, що потужний землетрус зруйнував нафтопереробні установки та обмежив попит окремих підприємств, короткострокові наслідки проявляться у зменшенні попиту на нафту, а тому й її імпорт зменшиться, а з тим – вірогідним є зниження вартості нафти на світових ринках.

Однак, це зовсім не означає, що зниження попиту матиме «системний» характер. Згідно зі світовим досвідом, після серйозних стихійних лих спочатку дійсно відбувається зниження ціни на нафту. Проте вже невдовзі підвищуються як попит, так і ціна (процес відновлення зазвичай приводить до збільшення попиту на сиру нафту).

7. Середньострокові наслідки катастрофи в енергетичній і матеріальній сферах в Японії проявляться також через світовий енергетичний ринок, а також ринки металів.

Зважаючи на значні занепокоєння японського і світового суспільства орієнтацією Японії на атомну енергетику, країна, вірогідно, все ж буде змушена частково пригальмувати розвиток атомної енергетики, що, безумовно, підвищить споживання нафти, низькосірчаного мазуту, скрапленого природного газу тощо.

Крім того, активне відновлення інфраструктури повинно відбитися на світовій ціновій динаміці металів – насамперед, зростанню цін виробів із сталі, а також важливих кольорових металів (алюмінію, нікелю тощо, докладніше див. далі).

2. Глобальні дисбаланси

Серед чинників, які підштовхували світову економіку до кризових шоків, останніми роками виокремлювалися глобальні торговельні дисбаланси. При цьому, протягом безпосередньо кризового періоду (2008-2009рр.) **вважалося, що наслідком кризи має стати їх (дисбалансів) суттєве зменшення**, з подальшим формуванням більш збалансованих як торговельних, так і капітальних потоків.

Слід визнати, що у вказаний кризовий період дійсно відбулося значне зменшення торговельних дефіцитів і надлишків, у т.ч. викликане суттєвим зменшенням обсягів світової торгівлі. Однак, з початком економічного відновлення (з другої половини 2009р.) також почали відновлюватися докризові дисбаланси. Сьогодні поки можна лише сподіватися, що пост-кризові дисбаланси будуть менш значними, порівняно з докризовими, а нові рівні потоків товарів і капіталів будуть більш узгодженими з іншими макроекономічними показниками різних країн і регіонів світу. Проте існують також **перестороги, що наслідки кризи не будуть достатньо оптимістичними, а глобальні дисбаланси, в кращому випадку, будуть лише незначним чином меншими**, ніж у докризовий період.

Так, сьогодні США, як і раніше виступають в ролі (глобального) чистого імпортера (товарів і послуг). Провідними ж (глобальними)

експортерами як і раніше є висхідні країни, насамперед, Східної і Південно-Східної Азії. Більше того, глобальні торговельні дисбаланси, по суті, формуються на рівні чотирьох найбільших світових економічних центрів – США, Китаю, Японії, Європейського союзу (таблиця «Глобальний рахунок поточних операцій»¹¹)

Глобальний рахунок поточних операцій

\$ млрд.

	2009	2010(о)	2011(п)	2012(п)
США	-378	-484	-545	-513
Євро-зона	-72	-64	-24	-7
Японія	142	182	171	179
Інші розвинуті економіки	4	34	33	2
Висхідні економіки*	391	369	278	164
Китай	299	295	288	272
Інші країни **	-86	-38	87	174

* - 30 найбільших країн, що розвиваються, і трансформаційних країн (IIF 30).

** - включаючи похибки і розбіжності.

Зазначимо, нинішнє **зменшення дисбалансів є найбільш помітним для США і Китаю**. Так у 2007-2008рр. середньорічний дефіцит рахунку поточних операцій США перевищував \$700 млрд., а торговельний надлишок Китаю у той же період сягав майже \$400 млрд. Тому поточні оцінки і прогнози на два найближчі роки – дефіцит США дещо вище \$500 млрд. і надлишок Китаю майже \$ 300 млрд. – все ж вказують на менші ризики для глобальної економіки. Проте поки не дають підстав для безумовного оптимізму стосовно закріплення тенденцій до вищої торговельної збалансованості.

Звернемо також увагу на:

- **практичну торговельну збалансованість Євро-зони**, що важливо для фінансової стійкості регіону в умовах значних боргових проблем окремих країн-членів,
- помітне **зменшення торговельного надлишку**, яке спостерігається **для висхідних країн** (насамперед, країн Азії) і пов'язується із зміцненням таких економік, підвищенням в них внутрішнього попиту.

Для зменшення ризиків нових глобальних шоків, однією із загальноприйнятих є **доктрина корекції глобальних дисбалансів**. МВФ опублікував кілька аналітичних доповідей про корекцію глобальних дисбалансів, де пропонувався ряд сценаріїв скоординованих дій щодо вирішення цієї проблеми, зокрема – стимулювання зростання заощаджень у США, відмови Китаю від політики підтримки експорто-орієнтованих галузей і слабкого юаню, посилення структурних перетворень в ЄС (зокрема, в частині

¹¹ Джерело: Capital Flows to Emerging Market Economies. – IIF, January 2011.

лібералізації ринку праці). Хоча провідні країни протягом 2008-2010рр. робили зусилля за погодженням політик, однак про їх результативність поки говорити рано.

Стосовно **потоків капіталів**, слід констатувати **неочікуваний і навіть вражаючий рівень відновлення припливу приватних капіталів у висхідні економіки**. Так, у 2010р. приплив приватних капіталів виявився у 1,5 разу вищих від рівня кризового 2009р., а вже у 2012р. вперше в історії зможе перевищити \$1 трлн. (таблиця «Приплив приватних капіталів у висхідні економіки»¹²).

Приплив приватних капіталів у висхідні економіки
\$ млрд.

	2009	2010(о)	2011(п)	2012(п)
Чистий приплив	602	908	960	1009
Прямі інвестиції	322	350	391	414
Кредитні ресурси	127	358	388	394
<i>Довідково:</i> <i>Висхідні економіки</i>	<i>391</i>	<i>369</i>	<i>278</i>	<i>164</i>

Серед **чинників такого стрімкого зростання** виокремлюють:

- високу макроекономічну динаміку країн, що розвиваються (значна частина таких країн мала помітно менші кризові втрати, порівняно з розвинутими країнами),
- лише повільне відновлення кредитних та іпотечних ринків у таких країнах на тлі незначного економічного зростання в розвинутих країнах,
- збереження вищого рівня процентних ставок разом із зниженням дефолтних ризиків у висхідних крупних країнах, що забезпечує гарну прибутковість операцій з цінними паперами.

Вкажемо, **найзначиміші потоки капіталів також пов'язуються з азійськими країнами**. Приплив приватних капіталів до цих країн швидко відновився, тільки-но стали проявлятися ознаки економічного оздоровлення (таблиця «Приплив приватних капіталів у окремі регіони світу»¹³). Так, вже у 2010р. приплив капіталів у вказані економіки досяг майже \$447 млрд., перевищивши докризовий рівень – у 2007р. приплив складав \$425 млрд. Очікується, що найближчими роками приплив приватних капіталів в азійські економіки певним чином стабілізується на рівні \$430 млрд., причому прямі інвестиції перевищуватимуть третину загального потоку.

Також особливістю припливу приватних капіталів до азійських країн є те, що значну частку **дедалі більше займають портфельні інвестиції** (насамперед, купівля акції діючих компаній), що є свідченням зростаючого впливу і значимості азійських компаній у світовому бізнесі, а з тим і готовності включитися у їх діяльність (а не створювати «нові» бізнеси у регіоні). Так, якщо в попередні роки

¹² Джерело: Capital Flows to Emerging Market Economies. – IIF, January 2011.

¹³ Джерело: Capital Flows to Emerging Market Economies. – IIF, January 2011.

обсяги портфельних інвестицій помітно поступалися прямим інвестиціям і кредитним ресурсам, то у 2012р. обсяги припливу вказаних трьох видів капітальних ресурсів, по суті, зрівняються (таблиця «Приплив приватних капіталів...»).

Приплив приватних капіталів у окремі регіони світу

\$ млрд.

	2009	2010(о)	2011(п)	2012(п)
Висхідні азійські економіки, у т.ч.	361,7	446,9	428,4	426,3
...інвестиції				
Прямі	166,8	152,6	152,2	155,2
Портфельні	89,4	127,2	115,8	123,9
кредити	105,5	167,2	160,4	147,2
Висхідні європейські економіки, у т.ч.	52,7	154,2	228,0	274,2
...інвестиції				
Прямі	53,1	64,9	88,2	101,8
Портфельні	8,8	10,2	12,3	13,6
кредити	-9,3	79,1	127,5	158,7

Відновлення припливу капіталів у **висхідні європейські економіки відбувається повільніше** (а обсяги, звичайно, значно менші). При цьому, інвестори поки обережно ставляться до вкладень у портфельні інвестиції у регіоні, одним з пояснень чого, вірогідно, *по-перше*, є неоднорідна динаміка економічного відновлення в країнах (у т.ч. висхідних) Європи, *по-друге* – не достатня прозорість і слабкість фінансових ринків центрально- і східно-європейських країн. В таких умовах часто перевага надається навіть не інвестиційним вкладенням, а кредитним ресурсам, які розглядаються як надійніші (і краще захищені) для власників таких ресурсів.

Також **до основних проблем, які перешкоджають корекції глобальних дисбалансів**, дослідники відносять **занижений курс китайського юаня** (відносно долара, на який, по суті, юань зорієнтований). При цьому особливих втрат зазнає не стільки американська економіка, скільки економіки європейських країн, а також країн, що зорієнтовані переважно на євро.

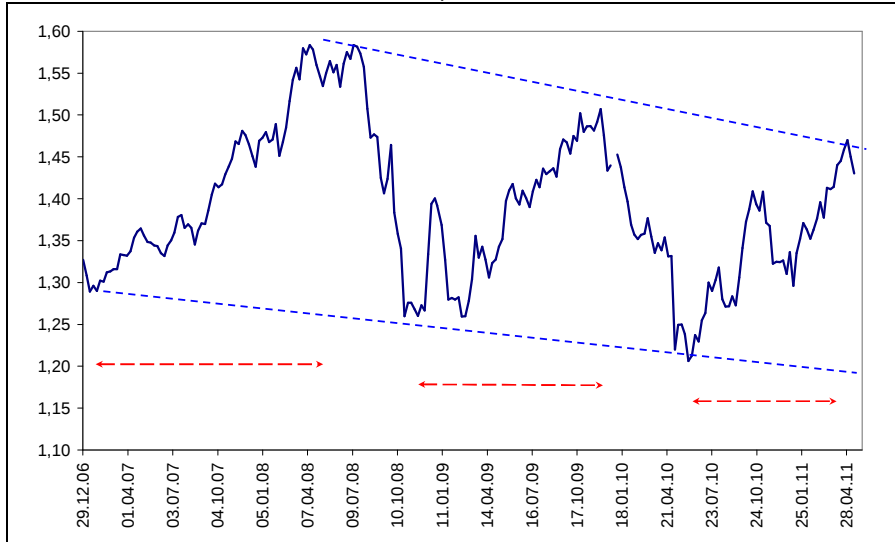
Залишається **вкрай невизначеною ситуація на світових валютних ринках**, насамперед, в парі долар-євро. Хоча з літа 2010р. (до травня 2011р.) курсова динаміка вказувала на здешевлення долара, проте такий тренд не має належної стійкості (діаграма «Курс євро до долара США»), оскільки у вказаний період відбувалися помітні курсові стрибки.

Якщо поглянути на довгострокові (2007-2011рр.) курсові показники, то можна вказати на:

- слабкий нахил і звуження коридору коливань курсу, що відповідає тенденції до слабого, але все ж здорожчання долара,
- менша тривалість періодів пов'язаних з послабленням долара.

Тобто, підкреслимо, на сьогодні **невизначеність на валютних ринках є надто високою**, щоб можна було з впевненістю говорити про довгостроковий курсовий орієнтир долар-євро¹⁴.

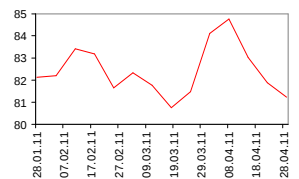
Курс євро до долара США
USD / EUR 1



Важливо підкреслити, що мова йде не лише про поточну або короткострокову торговельну збалансованість. Наразі існує важлива політична проблема – **подальше знецінення долара до євро може зумовити перехід економіки ЄС від стагнації до рецесії**. Якщо згадати про **міцні позиції йени** (попри низьку економічну динаміку країни в останнє десятиріччя) (діаграма «Курс йени до долара»), то можна говорити про **значно ширші та глибші негативні впливи (які виходять з чотирьох найкрупніших економічних центрів світу) на світову економіку, порівняно із торговельними протистояннями США-Китай докризового періоду**.

Слід вказати, що нинішня слабкість долара має «підтримку» у вигляді вкрай низької процентної ставки у США (діаграма «Ставки найкрупніших центральних банків»¹⁵). Низькі ставки центрального банку країни (Федерального резерву – Фед), зумовлені політично визначеною необхідністю підтримки та активізації бізнесу, а також підвищення зайнятості залишатимуться одним з найвагоміших чинників утримання дешевого долара. Можна очікувати, що **лише за умови значного зниження безробіття відбуватиметься поступове підвищення процентних ставок (що матиме посилюючий вплив на долар)**, однак такий процес може започаткуватися лише у другій половині 2012р.

Курс йени до долара, 2011р.

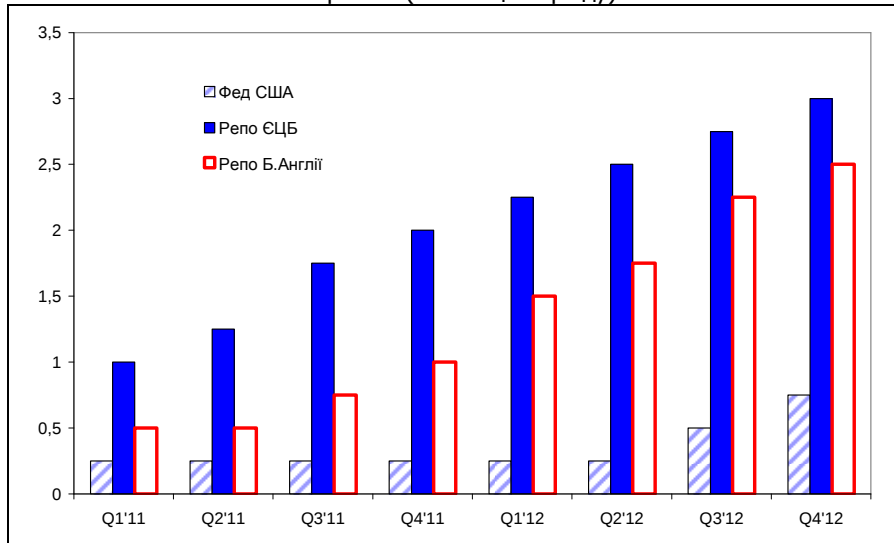


Зменшення значення курсу означає зміцнення йени до долара

¹⁴ Аналітичні дослідження міжнародних експертів також вказують на суперечливі чинники формування курсової динаміки, хоча більшість вважають ослаблення долара домінуючою довгостроковою тенденцією.

¹⁵ Див., зокрема: Economic Forecast. - Credit Suisse Economics Research. 15 April 2011.

Ставки найкрупніших центральних банків
% річних (на кінець періоду)



Вказані низькі ставки США, своєю чергою, мають значний вплив на процентну політику висхідних економік – дозволяють утримувати також низькі ставки, а також сподіватися на доступ до фінансових ресурсів за нижчими ставками, ніж у докризовий період (навіть в умовах збереження нинішніх високих пост-кризових ризиків).

Нагадаємо, небезпека для світової фінансової системи і світової економіки полягає в тому, що значно знецінений долар може підірвати довіру міжнародних інвесторів до облігацій Казначейства США, а пізніше і до долара як основної резервної валюти і, можливо, до американських фінансових інститутів у цілому. Відсутність загальноновизнаної резервної валюти істотно знизить довіру міжнародних інвесторів, отже вплине на потоки капіталів, посилить дисбаланси у світовій економіці, що істотно сповільнить глобальне економічне зростання.

3. Фіскальні і боргові навантаження

Фіскальна консолідація. До глобальних дисбалансів міжнародні експерти також відносять утворені під час розгортання глобальної кризи високі дефіцити державних фінансів. Хоч у роки напередодні кризи бюджети розвинутих країн були переважно дефіцитними (за виключенням скандинавських країн, Канади, Австралії та деяких інших країн), проте такі дефіцити не були значними – усереднений показник лише незначним чином перевищував 1% ВВП¹⁶ (таблиця «Сальдо консолідованого бюджету»¹⁷).

¹⁶ Дефіцити найкрупніших розвинутих країн у різні періоди були й вищими, проте в роки напередодні кризи вони не перевищували «маастрихтських» 3%. Так, у 2007р. дефіцит бюджету США і Великої Британії становив 2,7% ВВП, Японії – 2,1% ВВП.

¹⁷ Джерело: IMF Fiscal Monitor, April 2011.

Узагальнене сальдо бюджетів висхідних країн було, по суті, збалансованим, проте відмінності між країнами були значними. Так, країни, які є великими експортерами сировинних та енергетичних ресурсів, мали значні бюджетні надлишки¹⁸, високо ж динамічні висхідні країни переважно мали бюджетні дефіцити.

Сальдо консолідованого бюджету
(узагальненого уряду)
% ВВП

	2007	2008	2009	2010	2011(п)	2012(п)	2015(п)
Розвинуті країни	-1,1	-3,6	-8,8	-7,7	-7,1	-5,2	-3,4
G-7	-2,1	-4,6	-10,0	-8,8	-8,6	-6,4	-4,4
Велика Британія	-2,7	-4,9	-10,3	-10,4	-8,6	-6,9	-2,3
Іспанія	1,9	-4,2	-11,1	-9,2	-6,2	-5,6	-4,6
Німеччина	0,3	0,1	-3,0	-3,3	-2,3	-1,5	-0,1
США	-2,7	-6,5	-12,7	-10,6	-10,8	-7,5	-5,5
Франція	-2,7	-3,3	-7,5	-7,0	-5,8	-4,9	-2,2
Японія	-2,4	-4,2	-10,3	-9,5	-10,0	-8,4	-7,4
Висхідні країни	0,1	-0,6	-4,9	-3,8	-2,6	-2,2	-1,4
Бразилія	-2,7	-1,4	-3,1	-2,9	-2,4	-2,6	-2,3
Індія	-4,2	-8,0	-10,0	-9,4	-8,3	-7,5	-5,5
Китай	0,9	-0,4	-3,1	-2,6	-1,6	-0,9	0,5
Росія	6,8	4,9	-6,3	-3,6	-1,6	-1,7	-3,3

Однак, ще з початку 2000-х років закладалися високі бюджетні ризики, насамперед, у розвинутих європейських країнах. Порушення вимог Пакту ЄС про стабільність і розвиток щодо недопустимості перевищення дефіциту 3% ВВП у найкрупніших європейських країнах Німеччині та Франції, по суті, було проігнороване¹⁹.

Тому криза відчутно вразила державні фінанси (насамперед, розвинутих країн) з двох боків – необхідність збереження і підтримки економічної активності і банківської платоспроможності, які суттєво збільшували державні видатки, з одного боку, і неможливість належним чином забезпечити такі видатки, з іншого. Країни, як розвинуті, так і висхідні, в результаті кризи стикнулися зі схожою проблемою – поточний рівень бюджетних доходів не дозволяв фінансувати досягнутий у докризовий період рівень витрат, а також «антикризових» витрат (без зростання дефіциту та, відповідно, боргу).

У результаті в розвинутих країнах відбулося значне нарощування як державних видатків (переважно за рахунок боргових коштів чи ресурсів центральних банків своїх країн) (таблиця «Видатки

¹⁸ Так, позитивне сальдо консолідованого бюджету складало в Казахстані 4,7%, Росії – 6,8%, Саудівській Аравії – 15,8%, Чилі – 8,4% ВВП відповідних країн.

¹⁹ Ризики не були оцінені, країни не понесли «покарання», що поставило взагалі під сумнів строгість вимог до фінансів загалом і державних у першу чергу.

консолідованого бюджету»²⁰), так і бюджетних дефіцитів (таблиця «Сальдо консолідованого бюджету»). Водночас, бюджетна експансія у висхідних країнах була помітно меншою, що значно полегшувало залучення «антикризових» заходів.

**Видатки консолідованого бюджету,
% ВВП**

	2007	2008	2009	2010	2011(п)	2012(п)	2015(п)
Розвинуті країни	38,4	40,2	44,2	43	42,8	41,7	41,2
G-7	39,1	41	45,1	43,8	43,7	42,6	42,1
Велика Британія	40,3	42,7	47,1	47,0	45,9	44,5	40,1
Іспанія	39,2	41,3	45,8	45	42,8	42,4	41,6
Німеччина	43,6	43,8	47,5	46,6	45,7	44,8	43,6
США	36,6	39,0	43,5	41,1	41,2	39,8	40,5
Франція	52,3	52,8	56,2	56,2	55,9	55,3	52,7
Японія	33,4	35,8	40,1	40,3	41,6	40,5	40,2
Висхідні країни	25,9	27	29,7	29,1	28,6	28,3	27,7
Бразилія	38,3	37,7	38,8	40,3	38,7	38,8	38,6
Індія	26,0	28,2	29,1	27,6	26,9	26,9	24,9
Китай	18,9	20,0	23,1	22,9	22,4	22,5	22,6
Росія	33,1	34,3	41,4	38,9	38,8	37,6	36,9
Україна	43,8	47,4	48,5	49,0	44,9	43,8	41,8

Стрімка фіскальна експансія кризового періоду вказує на те, що навіть за відновлення темпів економічного зростання розрив між доходами та витратами (який, як вказувалося, збільшився в період кризи як за рахунок обмеженості і навіть падіння доходів, так і за рахунок збільшення витрат), вимагатиме серйозних заходів щодо бюджетної консолідації²¹. При цьому, однак, слід мати на увазі, що ставлення як до бюджетної консолідації загалом, так і до окремих напрямів дій є далеко не однозначним²², оскільки в короткострокових аспектах може завдати країні додаткових збитків, пригальмувати економічну динаміку²³.

Слід звернути увагу, що загальні показники в бюджетній сфері Росії та України більше подібні до показників розвинутих країн – високі рівні перерозподілу ВВП через бюджетну систему, надмірні

²⁰ Джерело: IMF Fiscal Monitor, April 2011.

²¹ Див., зокрема: Кудрин А., Сергиенко О. Последствия кризиса и перспективы социально-экономического развития России. – Вопросы экономики, 2011, №3.

²² Так, зокрема, розрізняють фіскальну консолідацію, що базована на зниженні видатків, а також консолідацію, базовану на підвищенні податків. Вважається, що консолідація на основі зменшення видатків є більш ефективною, порівняно із збільшенням податків, проте скорочення видатків для багатьох урядів може виявитися неприйнятним через політичні (виборчі) мотиви.

²³ За оцінками, фіскальна консолідація обсягом 1% ВВП скорочує реальний внутрішній попит на 1% і ВВП на 0,5% протягом двох років. – Див.: Financial Market, <http://foreck.info/financial-markets/-daily-market/6336-2010-10-25-06-27-44.html>.

антикризові видатки і, як наслідок, стрімке зростання дефіцитів державних фінансів. Тому й можливості фіскальної консолідації чи бюджетного збалансування для вказаних країн значно ускладнюються і вимагають великих коштів²⁴.

Боргові ускладнення. Хоча вважається, що країни переважно вже ввійшли у пост-кризовий період (економічного відновлення), проте це зовсім не означає, що повністю зникли макроекономічні ризики. І якщо «перша хвиля» глобальної кризи пов'язувалася з іпотечними ринками США і неконтрольованими фінансами, то характерною особливістю можливої «другої хвилі» кризи, найвірогідніше, будуть боргові обвали.

**Консолідований валовий державний борг,
% ВВП**

	2007	2008	2009	2010	2011(п)	2012(п)	2015(п)
Розвинуті країни	73,1	79,2	91,3	96,6	101,6	103,7	106,6
G-7	82,3	89,3	103	108,8	114,9	117,4	121,4
Велика Британія	43,9	52	68,3	77,2	83	86,5	84,4
Іспанія	36,1	39,8	53,2	60,1	63,9	67,1	74,1
Німеччина	64,9	66,3	73,7	80	80,1	79,4	73,8
США	62,2	71,2	84,6	91,6	99,5	102,9	109,4
Франція	63,9	67,7	78,3	81,8	85	86,9	85,9
Японія	187,7	195	216,3	220,3	229,1	233,4	246,7
Висхідні країни	36,1	35,3	37	36	35,3	34,6	31,2
Бразилія	65,2	70,7	67,9	66,1	65,7	65	60,3
Індія	75,8	74,4	75,8	72,2	70,8	69,9	63,5
Китай	19,6	17	17,7	17,7	17,1	16,3	10,8
Росія	8,5	7,9	11	9,9	8,5	8,8	13,5
Україна	12,3	20,5	35,3	40,5	42,6	43,5	35,0

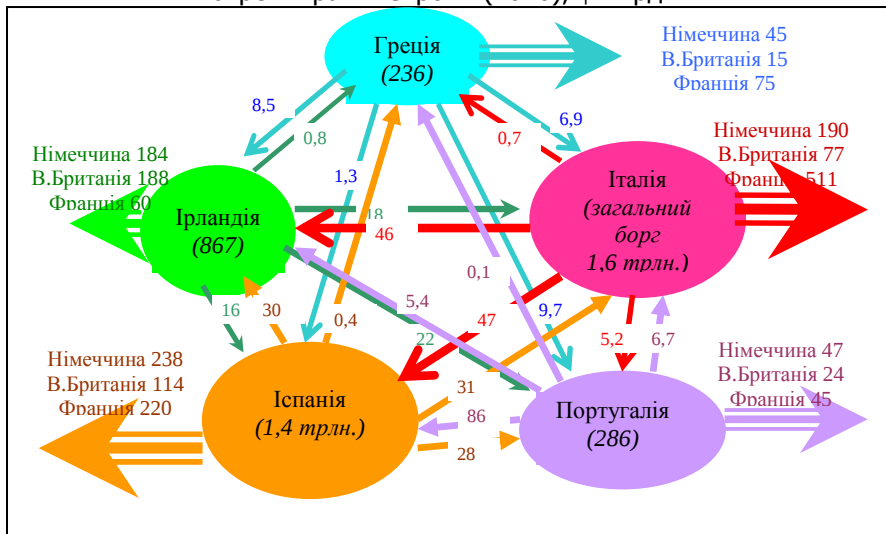
У докризовий період державні борги країн, у т.ч. найбільших розвинутих, хоча й були значними, проте виглядали як такі, що не мають складнощів з їх фінансуванням. Проте сьогодні внаслідок кризи боргова проблематика, безумовно, стає пріоритетною – вже у 2011р. очікується, що сукупний державний борг найкрупніших розвинутих країн (так званої «великої сімки») перевищить 100% їх ВВП (таблиця «Консолідований валовий державний борг»²⁵). Що ж стосується успішних висхідних економік, то, як і у випадку з

²⁴ Згідно з оцінками МВФ, з урахуванням витрат на зростання пенсій дискреційні заходи з підтримки економіки у 2009р. в Росії склали 4,5% ВВП, у 2010р. – близько 5,3%, у 2011р. – оцінюються на рівні 4,7% ВВП. Такий обсяг дискреційних фіскальних заходів є дуже великим порівняно з іншими країнами. Так, вартість заходів фіскального стимулювання у 2009р. у США експерти МВФ оцінюють на рівні 1,8%, Великої Британії – 1,6, Німеччині – 1,7% відповідних ВВП. У середньому, у країнах «великої двадцятки» дискреційні заходи стимулюючої фіскальної політики склали у 2009р. 2,1% ВВП, у 2010р. вони оцінюються на рівні 2,0% ВВП. – Докладніше див.: Кудрин А., Сергиєнко О. Последствия кризиса и перспективы социально-экономического развития России. – Вопросы экономики, 2011, №3.

²⁵ Джерело: IMF Fiscal Monitor, April 2011.

державними фінансами, їх боргові позиції виглядають більш виваженими²⁶.

**Взаємні державні і банківські борги,
окремі країни Європи (2010), \$ млрд.**



При цьому, хоча боргова проблематика не є чимось винятковим і в попередні десятиріччя була притаманна країнам, що розвиваються, та сьогодні, як не дивно, **основні боргові ризики сформувались і надходять із розвинутих країн, у т.ч. європейських**²⁷, для багатьох з яких обсяги боргів у разі перевищили ВВП²⁸, а боргові зобов'язання мають високу взаємну залежність (діаграма «Взаємні державні і банківські борги»^{29,30}). Однак, і трансформаційні країни

²⁶ Стосовно ж України, то країна «веде себе» подібно розвинутих країні – має високий рівень державних видатків і допустила стрімке нарощування загального і державного боргу у кризовий період. У цьому контексті виглядає вкрай сумнівним, що за 3 роки Україна зможе зменшити свій державний борг до 35% ВВП у 2015р., як вказано у таблиці відповідно до прогнозу МВФ (IMF Fiscal Monitor, April 2011.).

²⁷ «Слабкими» борговими країнами виявилися відносно старі члени ЄС (Італія, Іспанія, Португалія, Ірландія, Греція). Однак витоки, вірогідно, лежать ще далі. Так, **послаблення Маастрихтських критеріїв у 1990-х роках для провідних європейських країн не було вчасно оцінено як небезпечна тенденція**. Адже саме Німеччині і Франції вдалося свого часу **довести «допустимість»** виходу за 3% межу дефіциту державних фінансів, а з тим й **уникнути** обумовлених значних штрафів за порушення критеріїв стабільності, що загалом стало прецедентом «допустимості послаблення» і для інших макрокритеріїв, зокрема в частині державних і приватних боргів.

²⁸ Так, станом на кінець 2010р., валовий зовнішній борг Ірландії сягав \$2,3 трлн. за ВВП країни \$227 млрд., Угорщини – \$230 млрд. за \$135 млрд., відповідних показників.

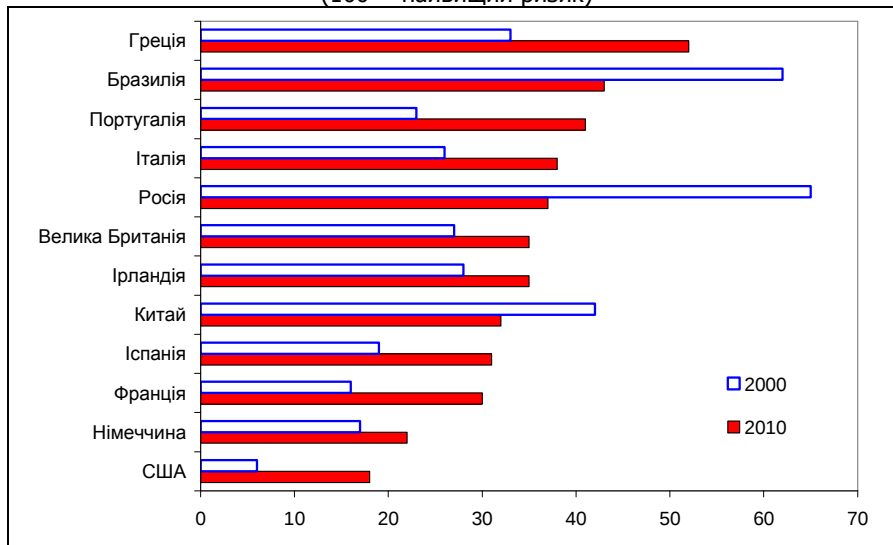
²⁹ Джерело: The euro area's debt crisis. – The Economist online, Jan 20 2011.

³⁰ Складність боргової проблеми у країнах ЄС поглиблюється тим, що окремі країни «неформально» сприймають додаткове антикризове фінансування, допомоги і стабілізаційні заходи **як свого роду зобов'язання** крупних провідних держав стосовно «спасіння» як окремих країн, так і Союзу загалом.

Європи не змогли уникнути боргового розширення. Такі країни характеризується **високою залежністю від іноземного капіталу**, значними дефіцитами рахунку поточних операцій, слабо розвинутими фінансовими ринками.

Протягом останніх 10 років британськими фахівцями *Economist Intelligence Unit*³¹, розраховуються оцінки ризику для суверенного боргу країн³². І якщо на початку століття найризикованішими країнами були Росія, Бразилія і Китай, то сьогодні показники боргових ризиків цих країн значно нижчі, порівняно з ризиками розвинутих країн (діаграма «Оцінка ризику суверенного боргу»)³³.

Оцінка ризику суверенного боргу
(100 = найвищий ризик)



Слід вказати, що обсяги боргових навантажень не є домінуючими у визначенні оцінок ризиків країн – більш вагомою є боргова структура. Тому, хоча сьогодні активно дискутується питання великого боргу США, проте, зважаючи на обсяги самої економіки, а також боргові зобов'язання окремих економічних секторів (таблиця «Структура зовнішніх боргів окремих країн»³⁴), можемо стверджувати, що питання як обслуговування, так і повернення боргових ресурсів для країни не виглядає нерозв'язним. Що й

³¹ Джерело: Economist Intelligence Unit. – <http://www.eiuresources.com/mediadir/default.asp>

³² Оцінюються ризики нарощування державного боргу приймати до уваги політичні, економічні, соціальні чинники і складові, які утворюють фактори ризику.

³³ Джерело: Sovereign-debt struggles in Europe. – The Economist online, Dec 28 2010.

³⁴ Джерело: Quartely External Debt Statistics. – <http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/DATASTATISTICS/EXTDECQEDS/0,contentMDK:20721958~menuPK:4704607~pagePK:64168445~piPK:64168309~theSitePK:1805415,00.html>. Див. також: http://ddp-ext.worldbank.org/ext/ddpreports/ViewSharedReport?REPORT_ID=13523&REQUEST_TYPE=VIEWADVANCED.

засвідчують відповідні оцінки боргового ризику – для США вони чи не найменші серед крупних розвинутих країн.

Структура зовнішніх боргів окремих країн

\$ млрд. (для США у \$ трлн.)

	Q4'2009	Q3'2010	Q4'2010	Q4'2009	Q3'2010	Q4'2010
	Ірландія (ВВП 2010р. - \$ 227 млрд.)			США (ВВП 2010р. - \$ 14,1 трлн.)		
Узагальненого уряду	108,3	116,7	107,7	3,7	4,3	4,4
короткостроковий	22,3	12,9	7,7	0,76	0,76	0,73
Банківський	952,4	838,1	586,4	2,83	2,85	2,81
короткостроковий	710,4	636,1	391,2	2,28	2,33	2,42
Інших секторів	909,9	894,0	916,8	5,75	5,74	5,67
короткостроковий	151,1	149,3	151,4	1,68	1,73	1,66
Валовий зовнішній борг	2384,7	2319,9	2141,1	13,77	14,39	14,46
	Угорщина (ВВП 2010р. - \$ 135 млрд.)			Польща (ВВП 2010р. - \$ 480 млрд.)		
Узагальненого уряду	62,8	87,8	87,8	87,8	25,4	24,8
короткостроковий	3,1	1,1	1,1	1,1	0,7	0,8
Банківський	55,6	60	60	60	21,1	23,9
короткостроковий	15,9	29,9	29,9	29,9	12,9	15,8
Інших секторів	29	72,1	72,1	72,1	34,4	33,7
короткостроковий	7,7	19,9	19,9	19,9	8,4	8,3
Валовий зовнішній борг	237,2	281,1	281,1	281,1	96,1	95,4

Водночас, низькі темпи зростання і надмірний рівень безробіття, а також високий державний борг, пояснюють, чому рейтингові ризики Португалії, Італії, Франції, Іспанії, Великої Британії та Ірландії є значними (хоча донедавна борги вказаних країн не розглядалися як критичні³⁵). Більше того, прагнення урядів ряду європейських країн поставити величезні поточні дефіцити (для запобігання подальшого нарощування боргів) зіткнулися з публічними демонстраціями і безладдям, що також погіршує рейтингові позиції.

Слід також вказати на особливість боргової позиції Японії. Хоча країна має великий державний борг (220% ВВП 2010р.), проте ризики суверенного боргу не визначаються значними. Справа у тім, що **державний борг країни переважно зосереджений у національних інвесторів**. Тому, вірогідно, його рефінансування не викликати значних проблем, особливо, зважаючи на консолідуючі тенденції у японському суспільстві, спрямовані на прискорену ліквідацію наслідків стихійного лиха. Тому, узагальнюючи, сьогодні переважна більшість міжнародних експертів упевнені, що **вказувана березнева 2011р. катастрофа в Японії не матиме**

³⁵ Важливим є те, що країни з надмірними боргами, вже протягом 2010р. помітно зменшували свої борги. Так, для прикладу, Ірландія за рік зменшила свій загальний борг майже на \$250 млрд., банківський – на \$270 млрд., причому банківський короткостроковий – на \$320 млрд. (таблиця «Структура зовнішніх боргів...»).

«дефолтних» наслідків для країни (а з тим і шокових впливів на світову економіку).

Втім, обсяги і навіть структура зовнішніх боргів залишають не повною картину боргового навантаження для країни. Зазвичай, країни, насамперед, розвинуті мають також своїх боржників, а тому динаміка «чистих» боргів значно «пологіша» (таблиця «*Консолідований чистий державний борг*»³⁶). Тому для багатьох країн відбувається навіть скорочення чистих боргів при зростанні валових (тобто такі країни виступають світовими кредиторами і надають значні кошти іншим країнам, як, для прикладу, Німеччина)³⁷.

**Консолідований чистий державний борг,
% ВВП**

	2007	2008	2009	2010	2011(п)	2012(п)	2015(п)
Розвинуті країни	45,4	50,6	60,3	64,8	70,2	73,3	78
G-7	51,8	57,7	68,8	73,3	79,5	83,2	89,1
Велика Британія	38,2	45,6	60,9	69,4	75,1	78,6	76,5
Іспанія	26,5	30,4	41,8	48,8	52,6	55,7	62,7
Німеччина	50,1	49,7	55,9	53,8	54,7	54,7	52,6
США	42,6	48,4	59,9	64,8	72,4	76,7	83,4
Франція	59,3	61,8	71,3	76	79,2	81,1	80,1
Японія	81,5	96,5	110	117,5	127,8	135,1	156,8
Країни, що розвиваються	25	21,7	26,2	26,9	26,8	25,7	22,7
Бразилія	45,1	38,1	42,2	40,2	40	39,4	37,5
Індія	...	...	...	...	...	...	...
Китай	...	...	...	...	...	...	...
Росія	...	...	...	...	...	...	...
Україна	10,1	18,3	31,9	38,4	41	42,5	34,3

**Потреби фінансування державних фінансів
% ВВП**

	2010			2011			2012		
	Борг до сплати	Дефіцит	Потреби	Борг до сплати	Дефіцит	Потреби	Борг до сплати	Дефіцит	Потреби
Велика Британія	5,3	10,4	15,7	7,1	8,6	15,7	6,7	6,9	13,6
Іспанія	14,8	9,2	24,0	13,1	6,2	19,3	13,1	5,6	18,7
Німеччина	8,5	3,3	11,8	9,1	2,3	11,4	9,0	1,5	10,5
США	15,4	10,6	26,0	18,0	10,8	28,8	18,0	7,5	25,6
Франція	14,3	7,0	21,3	14,6	5,8	20,4	14,6	4,9	19,5
Японія	43,4	9,5	52,9	45,8	10,0	55,8	44,4	8,4	52,8

³⁶ Джерело: IMF Fiscal Monitor, April 2011.

³⁷ Більше того, зазвичай борги розвинутих країн мають значну меншу вартість обслуговування (процентні ставки або прибутковість боргових інструментів), порівняно з вартістю обслуговування боргів країн, що розвиваються. В таких умовах розвинуті країни можуть мати додаткові вигоди саме від процентних доходів.

Ще однією важливою характеристикою боргової позиції є терміновість боргу – у розвинутих країнах уряди частіше вдаються до довгострокових боргових інструментів. Тому й деталізація на найближчі роки (дефіциту і короткострокового боргу, які потрібно профінансувати) вказує на значно менші для більшості розвинутих країн (окрім Японії) ризики ускладнень у борговій сфері (таблиця «Потреби фінансування державних фінансів»³⁸). І саме тому для ряду країн ЄС (Греція, Іспанія, Португалія) проблеми боргового рефінансування постають достатньо гостро, внаслідок необхідності знаходження значних коштів вже найближчим часом.

4. Біржові товари і ринки

Нафта. Глобальним чинником, який може прискорити чи пригальмувати світову економіку, є вартість нафти. У кризовий період цілком природним було зниження вартості (аж до \$40 за баррель наприкінці 2008р.), внаслідок скорочення сукупного попиту і посилення ризиків продовження світової рецесії.

Пост-кризовий же період характеризується послідовним здорожчанням нафтопродуктів. Серед чинників такого здорожчання виокремлюється як пост-кризове відновлення (причому, як вказувалося, випереджаючими темпами великих висхідних країн), так і здешевлення долара щодо інших світових валют (оскільки світові нафтові ринки залишаються доларовими) (діаграма «Вартість нафти на світових ринках...»). Зазначений взаємозв'язок певним чином свідчить про можливе припинення зростання вартості нафти на світових ринках – як наслідок припинення послаблення долара і його зміцнення на світових фінансових ринках, на що вказувалося вище.

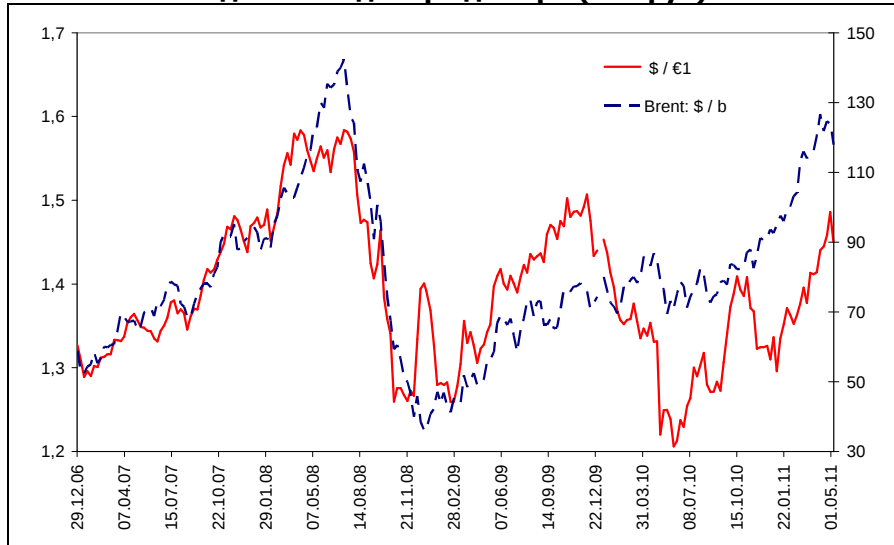
З початку 2011р. здорожчання нафти прискорилося, що стало наслідком як посилення політичної напруженості в ряді країн-експортерів нафти (насамперед, Північної Африки та Близького Сходу), так і підвищення попиту з боку країн, що розвиваються (насамперед, Китаю, Індії), які пережили кризу із значно меншими втратами, ніж розвинуті країни³⁹.

Важливо вказати, якщо в докризовий період послаблення долара супроводжувалося здорожчанням нафти (в т.ч. внаслідок спекулятивних намірів в очікуванні стійкого розширення ринків і зростання попиту), то в посткризовий період навіть значні валютні коливання долара (як наслідок згадуваних глобальних диспропорцій) мали порівняно незначний вплив на зростаючу цінову динаміку нафти.

³⁸ Джерело: IMF Fiscal Monitor, April 2011.

³⁹ Стихийне лихо в Японії у березні 2011р. також мало і матиме вплив на вартість нафти, проте, як вказувалося, такий вплив буде досить обмеженим.

Вартість нафти на світових ринках і динаміка долара до євро (ліворуч)



Втім, складається враження, що як чинник конфліктів, так і споживчі та спекулятивні складові ціноутворення нафтопродуктів переважно вичерпалися. Тому, за оцінками, середня вартість нафти протягом двох найближчих років коливатиметься у відносно неширокому коридорі, який знаходиться трохи вище \$100 за баррель (таблиця «Вартість нафти Brent на світових ринках»⁴⁰).

Вартість нафти Brent на світових ринках \$/ баррель, середньорічна

2010	2011	2012
83,13	105,75	100,50

Метали. Металургійна галузь зазнала значних втрат у кризовий період (насамперед, країни, які мали значні експортні потужності у галузі), оскільки відбулося значне скорочення попиту у найважливіших споживачах її продукції. Так, зокрема, імпорт чорної металургії (чорних металів, сталі) на найголовніші ринки (окрім Китаю) у кризовому 2009р. впав приблизно на 40%⁴¹, а на ринка США і ЄС взагалі стався обвал (56% і 52%, відповідно, діаграма «Імпорт продукції чорної металургії»⁴²).

Протягом 2010р. в галузі спостерігалися відновлювальні тенденції, і цінові перспективи металів найближчого періоду виглядають достатньо привабливо для металургійної галузі, виробників та експортерів продукції. Оскільки багато країни, що розвиваються, є сировинними експортерами, в т.ч. різних (чорних і кольорових)

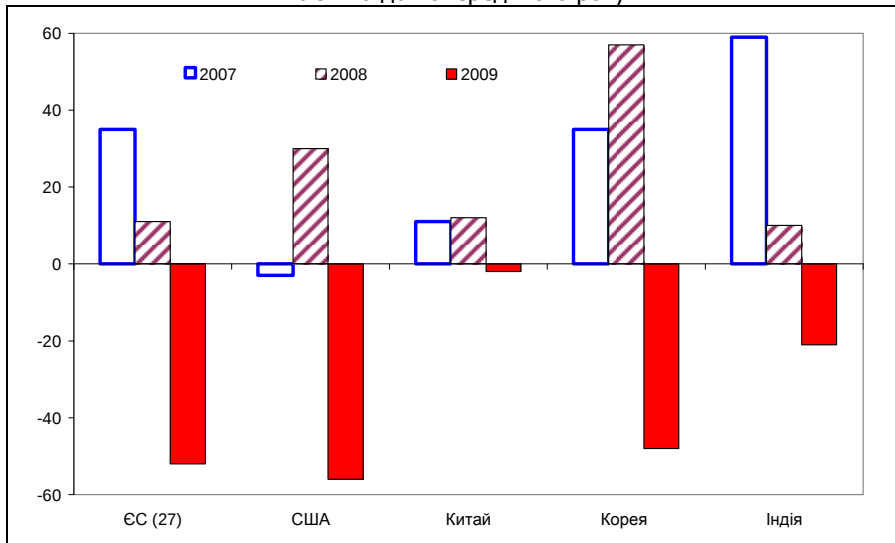
⁴⁰ Джерело: Credit Suisse. Global Economic Weekly, 6 May 2011.

⁴¹ Лише незначне зниження імпорту до Китаю пояснюється високим внутрішнім попитом, який підтримувався стимуляційними заходами. Як наслідок, Китай став найкрупнішим експортером продукції чорної металургії і вийшов на другу позицію з її імпорту (у 2008р. країна займала 4 позицію серед імпортерів).

⁴² Джерело: International Trade Statistics, 2010/

металів, відновлення їх економік залежить від світового попиту, а з ним і цін на них (метали).

Імпорт продукції чорної металургії % зміна до попереднього року



Звичайно, важко очікувати нову хвилю стрімкого зростання виробництва металургійної галузі. У посткризовий період світове виробництво матиме помірну динаміку, оскільки, як вказувалося, відновлення розвинутих економік ще залишається помірним (і не може помітно підвищити попит на таку продукцію). Однак, зростаючий попит на металургійну продукцію великих висхідних країн провокує спекулятивні елементи, що помітно покращує цінову динаміку для галузі в короткостроковому горизонті (діаграми «Світове виробництво сталі», «Ціна стальних ... рулонів»)⁴³, проте навряд чи започаткує нові довгострокові тенденції цінового зростання.



Для більшості кольорових металів зазначається, що після переважного відновлення цінової кон'юнктури в 2010-2011р. у

⁴³ Джерело: Credit Suisse. Global Economic Weekly, 29 April 2011.

найближчі періоди не доводиться очікувати нової хвилі стрімкого цінового зростання. Більш того, очікується, що в 2012р. ціни на основні метали стабілізуються, а в деяких випадках навіть стане можливим їх незначне зниження (таблиця «Ціни на окремі метали»⁴⁴).

Ціни на окремі метали

\$ за ТОННУ

	2007	2010	2011(ср) (п)	2012(ср) (п)	2011 до 2010, %	2012 до 2011, %
Алюміній	2664	2233	2650	2800	19	6
Мідь	7286	7594	10045	10950	32	9
Нікель	36935	21901	25400	22750	16	-10
Золото (за тр.унцію)	697	1227	1470	1540	20	5
Срібло (за тр.унцію)	...	20,28	31,50	29,15	55	-7

Стосовно дорогоцінних металів, слід нагадати, що вкладення в золото часто розглядаються інвесторами як альтернативне джерело стабільності і максимальної захищеності свого капіталу. Останні п'ять років, крім безпеки, інвестори в золото, отримували ще й значні дивіденди: з 2002р. по 2007р. ціна на золото збільшувалася в середньому на 18,5% щорічно. Але коливання вартості золота в 2008р. змінили ситуацію. Якщо за перші три місяці 2008р. ціна золота злетіла на 23,5% (новий історичний максимум був зафіксований 17 березня - \$1033,9 за тройську унцію), то до середини вересня вона впала на 28,1%. Хоча подібні значні коливання були характерні для кризового періоду, проте загальний напрям подорожчання золота зберігалось і на початку 2011р. ціна золота вдвічі перевищувала докризовий рівень.

Затягування відновлення світової економіки в 2010р. та вказана необхідність антикризового утримання практично нульової процентної ставки в США призвели до помітного ослаблення долара наприкінці 2010р. – першій половині 2011р., що, своєю чергою, спонукало до нової хвилі подорожчання золота. В багатьох аспектах це й пов'язано саме з тим, що в умовах валютної нестабільності золото знову розглядається в якості наповнення валютних резервів країни. І окремі країни (зокрема ті, резерви яких переважно є доларовими) оголосили про наміри збільшення частки золота у структурі своїх валютних резервів. З іншого ж боку, стабілізація і зміцнення долара напевно повернуть ціновий тренд на золото у зворотному напрямі.

Зернові. Останнім часом значне занепокоєння пов'язувалося із продовольчою безпекою, можливим виникненням дефіциту на продукти харчування чи високим здорожчання їх (продуктів) вартості. Однак, видається такі перестороги дещо перебільшені.

⁴⁴ Джерело: Credit Suisse. Global Economic Weekly, 29 April 2011.

Так, хоча останні обсяги врожаю найважливішого продукту аграрного сектору – зернових – дещо зменшилися, проте залишаються значно вищими, порівняно із докризовим періодом («Світове виробництво і споживання пшениці і кукурудзи»⁴⁵). Так само значними (більшими від попередніх років) залишають запаси, що слугує вагомою складовою світової продовольчої безпеки.

Світове виробництво і споживання пшениці і кукурудзи,

млн.т.

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/2010(о)	2010/11(п)
Пшениця					
Виробництво	598	609	686	677	644
Споживання	610	613	639	651	658
"Перехідні" запаси	124	121	168	196	181
Зміна у запасах	-13	-3	+47	+27	-14
Кукурудза					
Виробництво	710	795	798	811	814
Споживання	725	775	781	813	840
"Перехідні" запаси	117	137	154	152	125
Зміна у запасах	-16	+20	+17	-2	-27
Рис					
Виробництво	420	433	448	440	449
Споживання	420	430	438	437	446
"Перехідні" запаси	77	80	90	93	96
Зміна у запасах		+3	+10	+3	+3

Ціни на окремі найважливіші аграрні товари

	2010	2011(ср) (п)	2012(ср) (п)	2011 до 2010, %	2012 до 2011, %
Пшениця (\$/бушель)	646,5	815	750	26	-8
Кукурудза (\$/бушель)	458,7	670	615	46	-8
Цукор (\$/фунт)	21,2	29,4	28,0	38	-5

Поряд з цим, цінова динаміка для аграрних і споживчих товарів у 2011р. залишається сприятливою – очікується значне здорожчання багатьох найважливіших продуктів харчування, внаслідок суттєвого

⁴⁵ Джерело: Grain Market Report - October 2010. – <http://www.thebioenergysite.com/articles/777/grain-market-report-october-2010>.

підвищення цін на базові товари – зернові, цукор, олію тощо (таблиця «Ціни на окремі найважливіші аграрні товари»⁴⁶).

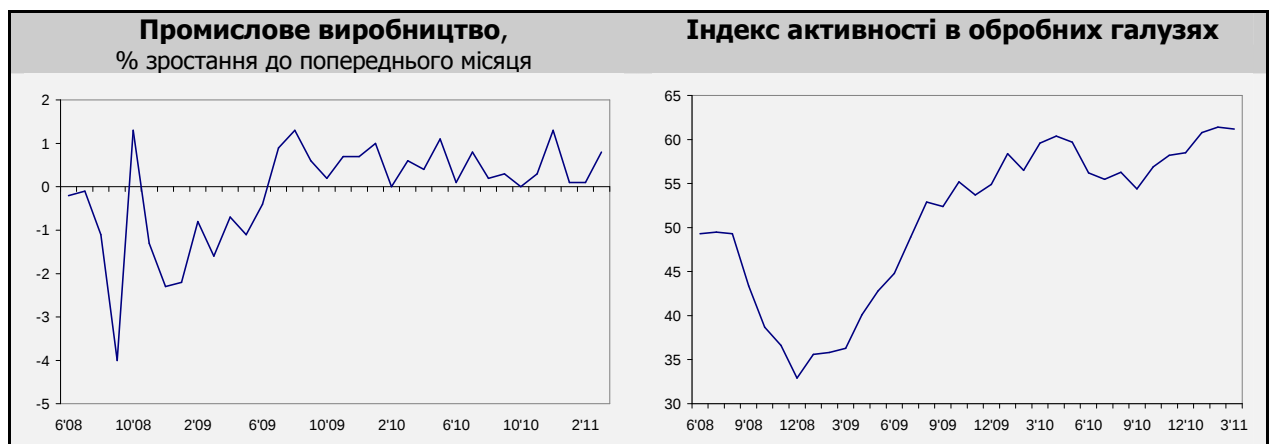
Тобто, для 2011р. цінова динаміка очікується сприятливою для багатьох висхідних країн, і залишається лише завдання цим сповна скористатися.

5. Економіки США: вихід на хвилю стійкого зростання

Хоча відновлення світової економіки з початку 2011р. дещо пригальмувалося, проте, на думку переважної більшості фахівців, **ризики «нової хвилі» кризи наразі не розглядаються як надмірні або такі, що вимагають термінових антикризових дій.** Радше навпаки, країни дедалі більше вдаються до послаблення антикризових заходів, до монетарного чи фіскального послаблення, розширення можливостей стимулювання бізнесу і підвищення зайнятості.

Як і раніше, ми стверджуємо, що, попри складнощі, **найвагомішою глобальною складовою** економічного відновлення **є поступове посилення американської економіки.** Тому тут звернемо увагу на окремі складові поточного економічного стану США.

Промисловість США з літа 2009р. демонструє стійку позитивну динаміку – лише в лютому і жовтні 2010р. приріст у промисловості знаходився на нульовому рівні, в решті ж місяців, вже протягом 7 кварталів поспіль, промислове виробництво зростає із середньомісячними темпами близько 0,5% (діаграма «Промислове виробництво»⁴⁷).



⁴⁶ Джерело: Credit Suisse. Global Economic Weekly, 29 April 2011.

⁴⁷ Джерела: (тут і далі у цьому паранрафі, якщо не вказано інше) Credit Suisse, National Bureau of Economic Research (NBER).

Восени 2009р. індекс **ділової активності в обробних галузях перевищив докризовий рівень**, і хоча у весняно-літній період 2010р. спостерігалось певне сповільнення економічної активності, проте протягом трьох останніх кварталів (осінь 2010р. – весна 2011р.) вказаний Індекс відновив стійке зростання і знаходиться на історично порівняно високому рівні (діаграма «Індекс активності в обробних галузях»).

Вагомою складовою економічного зростання є **поступове покращення ситуації у сфері зайнятості, що, своєю чергою, сприяє як економічній динаміці, так і очікуванням економічних агентів стосовно подальших економічних перспектив.**

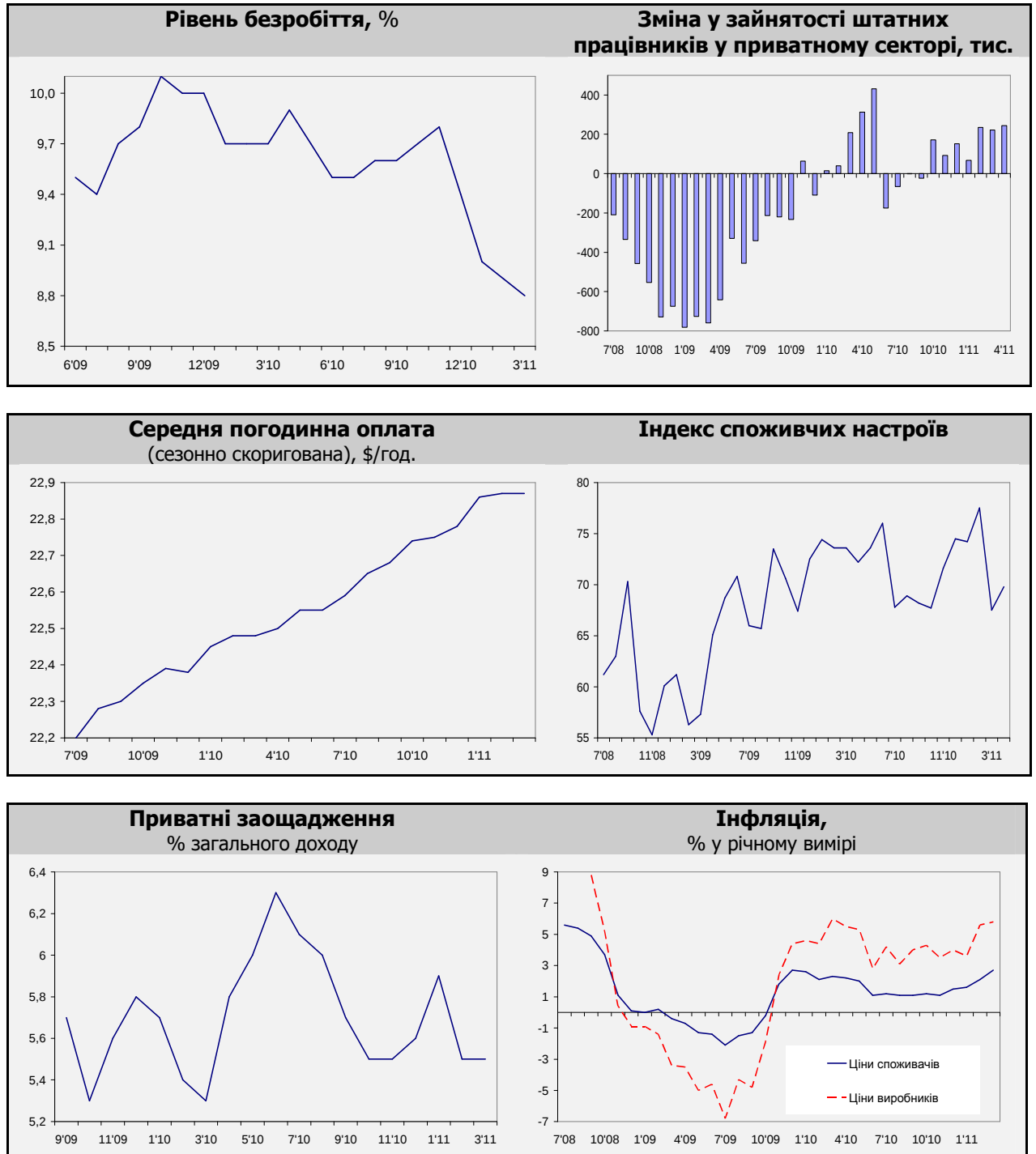
Хоча рівень безробіття все ще залишається високим і таким, що вимагає значних урядових зусиль у сфері зайнятості, проте:

- безробіття демонструє чітку тенденцію до скорочення, відповідний показник з кінця 2009р. (у четвертому кварталі 2009р. було зафіксовано найвищий в останні три десятиліття рівень безробіття, який перевищував 10%) знизився на 1,4 п.п. (діаграма «Рівень безробіття»);
- поки зайнятість у приватному секторі не може надолужити втрати кризових років, проте з початку 2010р. лише в літні місяці (2010р.) фіксувалося зниження чисельності штатних працівників (що, втім, є природнім сезонним проявом американських ринків праці), у решту місяців зайнятість підвищувалася (діаграма «Зміна у зайнятості штатних працівників»);
- відновлення економіки і певне підвищення попиту на працю призводить не лише до вказаного зростання зайнятості, але й послідовного (з літа 2009р.) підвищення заробітної плати (діаграма «Середня погодинна оплата»);
- послідовне покращення ситуації на ринках праці зумовлює загалом **позитивна динаміка Індексу споживчих настроїв** (перевищення докризового рівня) (діаграми «Індекс очікування фінансових стресів»). Слід вказати, що на індекс очікувань вагомий вплив мають політичні складові. Так, помітне погіршення очікувань населення в березні 2011р. пов'язується з одночасними землетрусом і цунамі в Японії, а також війною у Лівії.

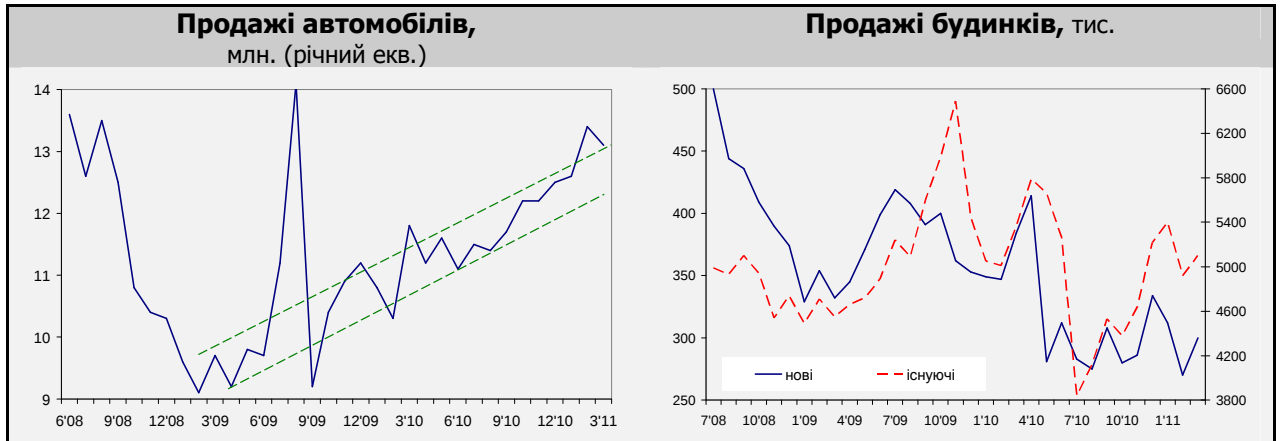
Однак, все ще утримуваний **високий рівень безробіття спонукає до «обережного» відновлення споживчої динаміки**, як наслідок – рівень приватних заощаджень значно зріс (з весни 2010р. коливається на відносно високому рівні 5,5-6,0% загального доходу, порівняно з 3-4% у докризовий період) (діаграма «Приватні заощадження»).

Помітно знизилися інфляційні ризики. Залишились у минулому перестороги стосовно дефляції або ж низької (не вище 1%) інфляції, що могло б стримуюче впливати на поведінку споживачів. Певне підвищення цін виробників останнього часу переважно пов'язується із світовими нафтовими проблемами і здешевленням долара

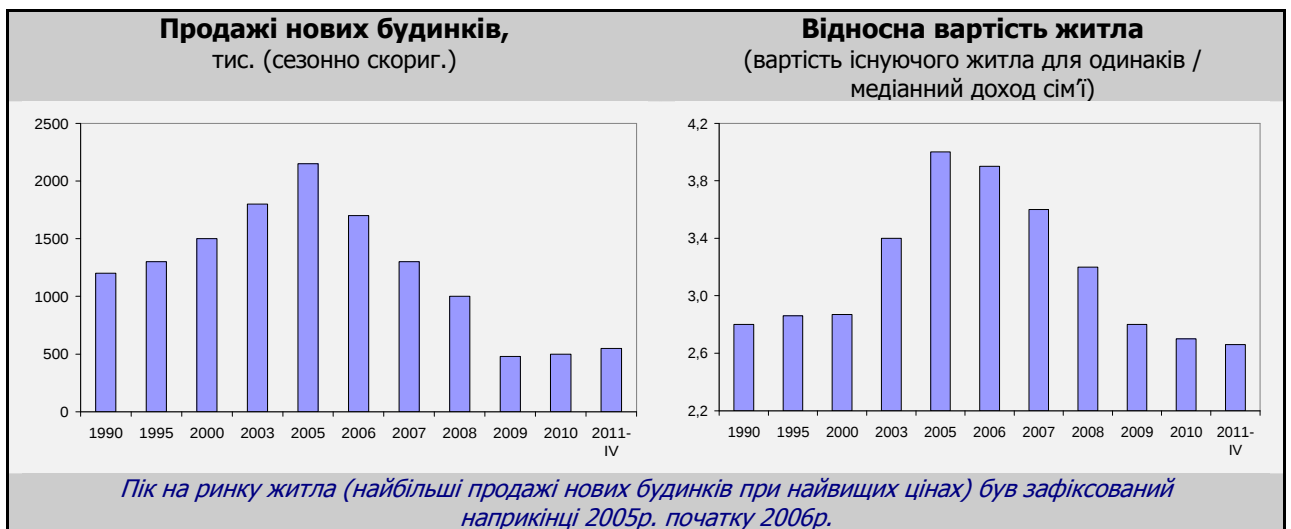
(діаграма «Інфляція»). Вочевидь, обидва фактори матимуть лише обмежений вплив на інфляційну динаміку.



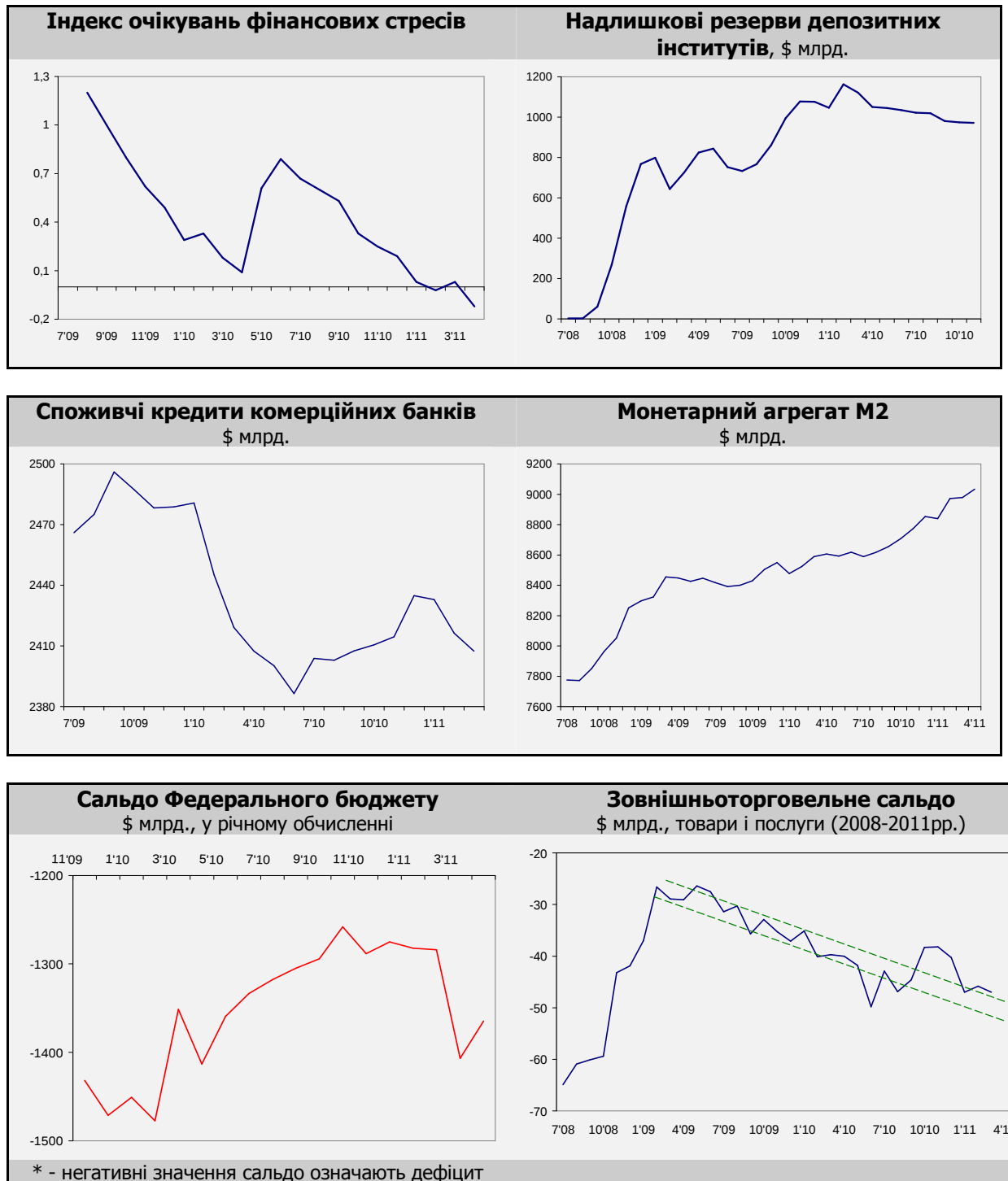
Суперечливі тенденції проявляються на двох таких вагомих для американської економіки ринках, як автомобільний та житловий. В той час, як продажі автомобілів зростають, ринки житла все ще перебувають у пригніченому стані і знаходяться біля історичного «дна» обсягів продажу (діаграми «Продажі автомобілів», «Продажі будинків»).



Більше того, сьогодні навіть можна стверджувати, що ринок нових будинків є, по суті, законсервованим і такий стан триває найдовше, порівняно із зниженнями продажів житла в інші кризові періоди останніх трьох десятиріч (діаграма «Продажі нових будинків»). Це відбувається навіть в умовах, коли вартість житла в термінах доходу домогосподарств є найнижчою у вказаний період (діаграма «Відносна вартість житла»). Наголосимо, низький попит на житло у США, по суті, демонструє **відсутність належних стимулів до «повноцінного» відновлення економічної активності.**



Хоч у фінансовій системі ризики помітно знизилися (діаграма «Індекс очікувань фінансових стресів»), проте, **зважаючи на потребу подальшого зміцнення фінансового сектору**, не достатньо стрімку економічну динаміку і низькі процентні ставки, **банки надають перевагу забезпеченню власної надійності і платоспроможності** (зокрема, залишаються високими надлишкові резерви банківської системи, діаграма «Надлишкові резерви ...»), а споживче кредитування залишається законсервованим (діаграма «Споживчі кредити комерційних банків»). Це свідчить про **пріоритетність зміцнення банківського сектору, нейтралізації «токсичних» активів**, недопущення появи нових сумнівних фінансових потоків.



В умовах кредитного стримування певним чином «природно», що Федеральна резервна система виступає головним джерелом розширеної пропозиції грошей (діаграма «Монетарний агрегат M2»), у т.ч. як результат необхідності фінансування значного дефіциту федерального бюджету, який, після зниження протягом 2010р. у календарному 2011р. знову демонструє тенденцію до зростання

(діаграма «Сальдо Федерального бюджету»⁴⁸). Хоча **викуп ФЕД державних цінних паперів США піддається критиці**, проте, зрозуміло, що така політика фінансування **продовжуватиметься і у 2011р.**, доки не проявляться чіткі свідчення економічного зростання і зниження безробіття (як вказувалося, головне політичне завдання для керівництва США)⁴⁹.

Як вказувалося, значні проблеми американської економіки пов'язувалися із високим зовнішньоторговельним дефіцитом. Хоча під час кризи відбулося суттєве покращання торговельного сальдо, проте **поступове економічне відновлення** посилює тенденції до **нарощування зовнішньоторговельного дефіциту**. Поки місячне сальдо залишається нижчим від докризового рівня, а в перерахунку на річні обсяги дефіцит впритул наблизився до рівня 3% ВВП (що розглядається як певна межа, перетин якої може провокувати відновлення світових макроекономічних дисбалансів) (діаграма «Зовнішньоторговельне сальдо»).

Зазначимо, що покращення зовнішньоторговельного сальдо, поєднане із зростанням рівня заощаджень цілком узгоджується з високим рівнем безробіття. Водночас, це вказує на те, що **за підвищення зайнятості можна очікувати як поглиблення торговельного дефіциту, так і зниження рівня заощаджень, наслідком чого, своєю чергою, може стати посилення ризиків надмірного споживання**⁵⁰, характерних для США в докризовий період (і які були серед чинників і складових глобальної кризи).

6. Латинська Америка: на перехресті глобальних інтересів

У попередньому нашому аналітичному огляді⁵¹ ми вказували на поєднання інтересів двох найкрупніших економік світу – США і Китаю – у регіоні Південно-Східної Азії, що може стати вагомим чинником глобального економічного зростання і розвитку.

Поряд з цим, далеко не завжди інтереси «тяжіють» до позитивного поєднання, частіше виникають ситуації конкуренції інтересів, намагання витіснення з ринків традиційних учасників чи партнерів. Вірогідно, найближчими роками сферою інтересів двох економічно найбільших країн може стати Латинська Америка⁵².

⁴⁸ Дефіцит Федерального бюджету останнього фінансового року (який закінчився у вересні 2010р.) склав майже \$1,3 млрд.

⁴⁹ Так, вже зараз говорять про те, що, найвірогідніше, у другому півріччі 2011р. **ФЕД** купить нові облігації також приблизно на \$ 600 млрд.

⁵⁰ Підвищенню споживання і розширенню імпорту може також зумовлюватися зміцненням долара на міжнародних ринках.

⁵¹ Докладніше див.: Пост-кризове економічне відновлення і перспективи для України. Лютий 2011. – http://uceps.org/ukr/article.php?news_id=874.

⁵² У цьому параграфі «Латинська Америка» є узагальненням (хоча формально не зовсім коректним) для країн Центральної і Південної Америки, країн Карибського басейну.

Макроекономічні позиції Латинської Америки. Особливістю Латинської Америки є те, що країни, які донині залишаються висхідними, протягом 1980-1990-х років пройшли через низку нищівних криз, у т.ч. боргових. Набутий **антикризовий «досвід» і раціональна політика останніх років дозволили країнам регіону пройти кризу 2008-2009рр. з незначними втратами**, утримавши високу економічну динаміку (таблиця «Економічне зростання у країнах Латинської Америки»⁵³⁵⁴).

Економічне зростання у країнах Латинської Америки

% до попереднього року

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011(п)	2012(п)
Регіон загалом	2,1	6,0	4,7	5,6	5,7	4,3	-1,7	6,1	4,7	4,2
Аргентина	9,0	8,9	9,2	8,5	8,6	6,8	0,8	9,2	6,0	4,6
Бразилія	1,1	5,7	3,2	4,0	6,1	5,2	-0,6	7,5	4,5	4,1
Мексика	1,4	4,0	3,2	5,2	3,2	1,5	-6,1	5,5	4,6	4,0
Чилі	4,0	6,0	5,5	4,6	4,6	3,7	-1,7	5,3	5,9	4,9

Результатом виваженої економічної політики останніх років стало помітне покращення добробуту – найкрупніші країни регіону мають порівняно високі, як для висхідних країн, показники вироблюваного ВВП (таблиця «ВВП на душу населення у окремих країнах Латинської Америки»⁵⁵).

ВВП на душу населення у окремих країнах Латинської Америки

2010р., \$ за паритетом купівельної спроможності

Аргентина	Бразилія	Мексика	Чилі
14 700	10 900	13 800	15 500
<i>Інформаційно: Китай – 7 400, Україна – 6 700</i>			

Пом'якшенню кризового тиску сприяло недопущення країнами надмірного фіскального стимулювання («надмірність» якого могло проявитися у високій інфляції), значного нарощування бюджетних видатків і перерозподілу коштів через бюджетну систему, хоча в окремих країнах і відбувалося помітне підвищення таких обсягів (для

⁵³ Джерело: WEO, April 2011.

⁵⁴ Слід вказати, що позитивній динаміці країн регіону, як не дивно, сприяла прив'язка національних валют до американського долара. Це, з одного боку, дозволило значним чином утримати доступ до північно-американських ринків, з іншого – отримати додаткові конкурентні вигоди на європейських ринках внаслідок здорожчання євро.

Доречно також звернути увагу на вражаючу динаміку Аргентини, в якій ще на початку 2000-х років відбувалися високі економічні та соціальні протистояння. Своєю чергою, втрати Мексики 2009р. зумовлені сильною прив'язкою до економіки США, тому навіть незначне скорочення попиту у США мало відчутно негативний вплив на Мексику. Втім, вже наступного року кризові втрати Мексики, по суті, були ліквідовані.

⁵⁵ The World Factbook. – <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/>.

прикладу, Аргентині) (таблиця «Видатки консолідованого бюджету»⁵⁶).

Видатки консолідованого бюджету

%ВВП

	2006	2007	2008	2009	2010	2011(п)	2012(п)
Аргентина	30,9	33,7	34,2	39,9	40,6	41,8	41,6
Бразилія	39,5	38,3	37,7	38,8	40,3	38,7	38,8
Мексика	22,5	22,5	24,1	26,9	26,2	24,8	25,6
Чилі	19,7	20,4	22,8	26,4	25,5	24,8	25,1
Інформаційно: Україна ⁵⁷	44,6	43,8	47,4	48,5	49,0	44,9	43,8

Як наслідок, хоча внаслідок кризи у всіх країнах доходна частина скоротилася, проте дефіцити державних фінансів залишилися у прийнятних межах (таблиця «Сальдо консолідованого бюджету»⁵⁸), що дійсно вказує на можливість їх (дефіцитів) покращання до рівнів, нижчих від рекомендованих 3%.

Сальдо консолідованого бюджету,

%ВВП

	2006	2007	2008	2009	2010	2011(п)	2012(п)
Аргентина	-1,0	-2,1	-0,8	-3,8	-1,7	-3,1	-3,1
Бразилія	-3,5	-2,7	-1,4	-3,1	-2,9	-2,4	-2,6
Мексика	-1,0	-1,3	-1,3	-4,8	-4,1	-1,8	-2,4
Чилі	7,9	8,4	4,3	-4,4	-0,4	-0,4	0,4

Валовий державний борг,

%ВВП

	2006	2007	2008	2009	2010	2011(п)	2012(п)
Аргентина	76,4	67,7	58,1	57,6	47,8	40,7	36,7
Бразилія	66,7	65,2	70,7	67,9	66,1	65,7	65,0
Мексика	38,4	37,8	43,0	44,6	42,7	42,3	42,1
Чилі	5,3	4,1	5,2	6,2	8,8	10,9	10,2

Як наслідок, країни, які ще два-три десятиліття тому були «зразками» різноманітних боргових проблем, у кризовий період спромоглися не потрапити в боргову «яму» і сьогодні **мають достатньо збалансовані боргові позиції** (лише Бразилія поки утримує державний борг вище 60% ВВП⁵⁹) (таблиця «Валовий державний борг»⁶⁰).

⁵⁶ Джерело: Global Fiscal Monitor. April 2011.

⁵⁷ Слід зауважити, фіскальна експансія в Україні призвела до майже 50% рівня перерозподілу коштів через бюджетну систему. І на сьогодні не видно за рахунок яких засобів чи інструментів економічної політики можливим є зниження видатків більш, ніж на 5 п.п., як вказано у *Фіскальному моніторингу* МВФ (таблиця «Видатки...»).

⁵⁸ Джерело: Global Fiscal Monitor. April 2011.

⁵⁹ Навіть у кризовий період окремим країнам регіону, на противагу багатьом іншим трансформаційним країнам, вдавалося скорочувати борги. Так, у 2010-2011рр. державні борги України та Аргентини в термінах ВВП приблизно

Макроекономічній стабілізації сприяли зовнішньоторговельні позиції країн Латинської Америки – характерним для найкрупніших з них є висока регіональна диверсифікація експорту (та імпорту) на головні глобальні центри розвитку – США, країни Європи та азійські (насамперед, китайські) ринки (таблиця «Спрямованість експорту товарів Латинської Америки»⁶¹).

Спрямованість експорту товарів Латинської Америки,
% загального експорту, 2009р.

Внутрішньо регіональна	Північна Америка	Європа	Азія	Інші*
26,1	25,0 (США – 23%)	19,6	20,8 (Китай – 7,2%)	6,5 (СНД – 1,3%)

Зауважимо, країни Латинської Америки беруть участь у низці різних торговельних союзів. Проте навіть найвідоміший і найбільший із них – МЕРКОСУР, не має вирішального значення для спрямованості торговельних потоків⁶².

Накопичені ПІІ,
\$ млрд.

	1990	2000	2009
Аргентина	9,1	67,8	81,0
Бразилія	37,1	122,3	400,8
Мексика	22,4	97,2	309,5
Чилі	16,1	45,8	121,6

Макроекономічна стабілізація і зниження політичних загострень покращили інвестиційну привабливість регіону, і протягом 2000-х років прямі іноземні інвестиції стрімко зростали, переважно

зрівняються. Проте Аргентина досягала 40%-рівня за рахунок стрімкого зниження боргу, Україна ж – не менш стрімкого нарощування.

⁶⁰ Джерело: Global Fiscal Monitor. April 2011.

⁶¹ Джерело: International Trade Statistics. 2010.

⁶² Нагадаємо, що МЕРКОСУР (Аргентина, Бразилія, Парагвай, Уругвай) формувався як митний союз, і саме Бразилія, як економічно і політично найпотужніша країна союзу, наполягала на такій формі, вимагаючи встановлення високих єдиних захисних тарифів.

Однак, суттєвою інституційною слабкістю союзу стала **неспроможність країн** в умовах погіршення міжнародної економіки **утримати макроекономічну стабільність**, що, своєю чергою, вимагало відновлення та **застосування протекціоністських заходів**, або ж відмови від жорстких узгоджених політичних заходів. Зокрема, внаслідок кризи у Бразилії на початку 1999р. і девальвації песо приблизно на 50%, бразильські товари стали більш конкурентоспроможними, порівняно з товарами інших країн-учасниць блоку. Звичайно, Аргентина, а потім Уругвай запровадили певні обмеження на бразильські товари та **відмовилися від підтримки єдиного тарифу**, насамперед, на імпорт інформаційно-технологічних товарів, сільськогосподарського устаткування тощо. Надалі **суперечності лише посилювалися** – Аргентина звинувачувала Бразилію в демпінгу і штучній підтримці неефективних підприємств, Бразилія Аргентину – у протекціонізмі. Звичайно, МЕРКОСУР продовжував функціонувати, проте головні інтереси зовнішньоекономічної політики пов'язувалися з великими поглинаючими ринками (насамперед, США, ЄС, а останніми роками – Китай).

концентруючись у найкрупніших країнах регіону (таблиця «Накопичені ПІІ»⁶³).

Економічна експансія Китаю. Вказані тенденції, звичайно, не могли не привернути увагу (як до потенційних партнерів) динамічних країн світу, насамперед, Китаю. Зосередженість Китаю на Латинській Америці має ряд «історичних» особливостей:

- стрімке економічне зростання Китаю, а з тим і потреби розширення ринків,
- експортна спрямованість економічної політики Китаю, експортно-промислова експансія (як базова умова підтримки високих темпів зростання промисловості), необхідність значних імпортних сировинних і споживчих ресурсів для покращення структури виробництва і споживання⁶⁴,
- посилення політичної уваги до регіону, намагання Китаю зміцнити торгово-економічні і політичні зв'язки з Латинською Америкою⁶⁵,
- зорієнтованість китайського керівництва на «прагматичний підхід до питань економічного співробітництва, незалежно від політичної й ідеологічної орієнтації партнерів»⁶⁶,
- ідеологічна близькість економічних моделей Китаю і багатьох країн регіону, базованих ідеях соціальної справедливості.

Поряд з цим, і для зростаючих країн Латинської Америки вкрай важливим було отримати доступ до нових ринків висхідних країн, потенційно високоємних (якими, насамперед, є китайські), а також нових інвестиційних джерел. Наслідком збігу інтересів стало активне (випереджаюче) розширення торговельних зв'язків (таблиці «Торгівля Китаю з окремими країнами Латинської Америки», «Динаміка експорту Китаю»⁶⁷). Більше того, якщо на початку 1990-х років Латинська Америка мала позитивне торговельне сальдо у торгівлі з Китаєм, то сьогодні вже відзначаються високі дефіцити.

⁶³ Джерело: World Investment Report. October 2011.

⁶⁴ У 1990-х роках в основному сформувалася (і зберігається) товарна структура китайсько-латиноамериканської торгівлі – в експорті Китаю домінують промислові вироби, в імпорті переважають сировинні і продовольчі товари.

⁶⁵ Нагадаємо, в повоєнний період і до 1970-х років країни Латинської Америки співпрацювали з Тайванем, не визнаючи Китайську Народну Республіку.

⁶⁶ Джерело: Яковлев П. Латинская Америка в глобальной стратегии Пекина. – http://iee.org.ua/ru/detailed/prog_info/14016.

⁶⁷ Джерела: CEPALSTAT – Statistics for Economic Commission for Latin America. – <http://www.eclac.org/estadisticas/default.asp?idioma=IN>. The World Factbook. – <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/>.

Торгівля Китаю з окремими країнами Латинської Америки

\$ млн.

	1990		2000		2009	
	<i>Експорт</i>	<i>Імпорт</i>	<i>Експорт</i>	<i>Імпорт</i>	<i>Експорт</i>	<i>Імпорт</i>
Аргентина	31,6	241,0	1156,7	797,0	4800	4000
Бразилія	203,5	381,8	1350,8	1085,2	15900	20200
Мексика	15,8	9,0	2879,6	203,6	31640	2400
Чилі	57,0	34,1	112,1	901,8	5088	8867

Динаміка експорту Китаю

% зростання до попереднього періоду

	1995-2000	2000-2005	2005-2009
у країни Латинської Америки	17,8	26,8	26,1
Інформаційно: загальний експорт	10,9	25,0	13,4

Китайська торговельна експансія проявилася в:

- суттєвому підвищенню значимості Китаю як торговельного партнера для найбільших країн Латинської Америки (таблиця «*Місце Китаю у рейтингу...*»),
- помітному витісненні США з позицій основного торговельного партнера (якщо ще у 2000р. у структурі експорту домінували ринки США, то у 2009р. в ряді країн чільні позиції у структурі зайняв Китай – таблиці «*Частка США і Китаю в експорті...*», «*Головні торговельні партнери...*»⁶⁸),
- зміні структури торговельних зв'язків у регіоні, витісненні китайськими конкурентами «традиційних» виробників⁶⁹, що, зрештою, може погіршити умови диверсифікації експортно-імпортних поставок (що раніше, як вказувалося, було значною перевагою економік регіону),
- посиленні присутності китайських інвесторів у найважливіших секторах економіки, насамперед, у добувній та енергетичній галузях⁷⁰.

Особливе значення має китайська експансія у Мексику. Країна, по суті, стала головним імпортером китайських товарів у регіоні. Обсяг мексиканського імпорту (з Китаю) зріс за останнє десятиліття в 10 разів, а з 1990р. – у 2000 разів (таблиця вище «*Торгівля Китаю з окремими країнами Латинської Америки*»).

⁶⁸ Джерело: CIA World Factbook. – <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/index.html>

⁶⁹ Помітно проявилось у витісненні аргентинців на бразильських ринках.

⁷⁰ У 2010р. обсяг прямих інвестицій Китаю у регіон перевищив \$41 млрд. (що складає 17% китайських капіталовкладень за кордон). Так, у березні 2010 р. китайська державна енергетична корпорація *China National Oil* за \$3,1 млрд. придбала 50% акцій однієї з найбільших аргентинських приватних нафтогазових компаній *Bridas*, отримавши доступ до видобутку нафтової сировини. – Джерело: Яковлев П. Латинская Америка в глобальной стратегии...

**Місце Китаю в рейтингу торговельних партнерів країн
Латинської Америки**

	<i>Експорт</i>		<i>Імпорт</i>	
	2000	2008	2000	2008
Аргентина	6	2	4	3
Бразилія	12	1	11	2
Мексика	25	5	6	3
Чилі	5	1	4	2

**Частка США і Китаю в експорті країн Латинської Америки
% загального експорту Латинської Америки**

	<i>США</i>		<i>Китай</i>	
	2000	2009	2000	2009
Аргентина	12,0	6,2	3,0	9,3%
Бразилія	24,3	10,5	2,0	12,5
Мексика	88,2	80,5	0,2	0,6
Чилі	16,5	11,3	5,0	16,5

**Головні торговельні
партнери окремих країн,
2009р., % загального**

Експорт	
Аргентина	Бразилія – 18,8, Китай – 9,3.
Бразилія	Китай – 12,5, США – 10,5.
Мексика	США – 80,5, Канада – 3,6.
Чилі	Китай – 16,5, США – 11,3.

Імпорт	
Аргентина	Бразилія – 31,1, США – 13,7.
Бразилія	США – 16,1, Китай – 12,6.
Мексика	США – 48,0, Китай – 13,5.
Чилі	США – 21,8, Китай – 12,8.

Китайська експансія у Мексику має не лише «товарну» значимість, а її наслідки проявляться не лише через поступове витіснення американських експортерів на ринки Мексики. Китайські компанії починають дедалі більше впливати на інвестиційну складову. У два останні десятиліття економічне мексиканський і американський бізнес активно використовували переваги в рамках зони вільної торгівлі НАФТА⁷¹. Однак, продовження торговельної та інвестиційної експансії Китаю означатиме посилення протистоянь як на торговельному, так і на інвестиційному рівнях.

Зрозуміло, в умовах подальшого економічного прискорення Китаю, а також відносно невисокого економічного відновлення США, не викликає сумніву подальша активізація Китаю на латиноамериканських ринках, що може привносити певні дисбаланси (які стосуватимуться широкого кола висхідних економік).

7. Посилення боргових ризиків і резерви зростання для України

Макроекономічні показники початку 2011р. є досить обнадійливими і вказують на поступове, услід за глобальною економікою, пост-кризове відновлення України. Однак, слід вказати, що, *по-перше*,

⁷¹ Особливістю діяльності НАФТА (США, Канада, Мексика) було створення виробничих мереж американських ТНК (продукція яких переважно повертається на американські споживчі ринки) на території Мексики. У такий спосіб США фактично вирішували два складні завдання – зниження рівня нелегальної міграції мексиканського населення на американську територію, а також підтримання конкурентного рівня американських виробництв через залучення дешевої робочої сили.

Україна зазнала чи не найбільших втрат у кризовий період⁷², *по-друге* – посткризовий період засвідчує, що сьогодні, по суті, відтворюється стара структура економіки (базована на дешевій робочій силі та експорті низькопродуктивних виробів окремих галузей, насамперед, металургії). Разом з цим, звичайно, **відтворюються і докризові ризики, які «збагачуються» новими ризиками**, сформованими в Україні в останні 2-3 роки.

Насамперед, слід вести мову про **боргову позицію країни**. Як вказувалося, сьогодні саме боргова проблематика є домінуючою для економічної політики багатьох країн.

Зовнішній борг. Хоча 2010р. вважається роком зменшення кризових ризиків, проте для України протягом року **ситуація із зовнішнім боргом** (державним і приватним) суттєво **погіршилася**. На кінець 2010р. обсяг валового зовнішнього боргу України сягнув **\$117,3** (85,7% ВВП), **збільшившись** протягом року майже **на \$14 млрд.** (таблиця «Зовнішній борг України та його складові»⁷³), а **чисті зовнішні залучення уряду протягом року перевищили \$7 млрд**⁷⁴.

Зовнішній борг України та його складові
\$ млрд. (станом на 1 січня року)

	2010	2011
Валовий зовнішній борг, у т.ч.	103,4	117,3
Короткостроковий	38,8	47,3
Сектор державного управління	17,8	25,0
Органи грошово-кредитного регулювання	6,2	7,5
Банки	30,9	28,1
Короткостроковий	4,7	4,5
Корпоративний сектор	43,4	50,8
Короткостроковий	14,3	19,0

Структурні недоліки зовнішньоборгової політики України відомі:

- обсяг **короткострокового зовнішнього боргу** (за залишковим терміном погашення⁷⁵) протягом 2010р. **збільшився на \$8,5 млрд.** і досяг **\$47,3 млрд.**
- рівень **покриття короткострокового боргу міжнародними резервами** сьогодні складає

⁷² Падіння ВВП у 2009р. склало 15% порівняно з попереднім роком. Лише країни Балтії (колишні республіки СРСР) допустили порівнянне економічне падіння.

⁷³ Джерело: НБУ.

⁷⁴ Зовнішній державний борг України продовжує зростати і у 2011р. – нагадаємо, у лютому відбулося розміщення Євробондів на півтора мільярди доларів.

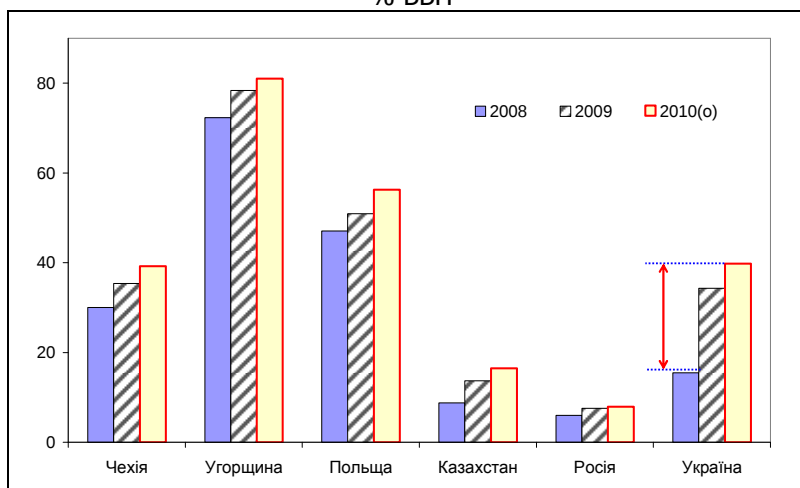
⁷⁵ Короткостроковий зовнішній борг за залишковим терміном погашення на певну дату – це сума платежів за зовнішніми зобов'язаннями країни, що мають бути реалізовані протягом наступного за цією датою року.

- лише 73%⁷⁶, що вказує на посилення фінансових і валютних ризиків, рівень покриття зовнішнього боргу експортом залишається ризиковим – вказаний борг у півтора рази перевищує обсяг річного експорту товарів і послуг.

Як вказувалося, розгортання кризи у 2008-2009рр. зумовило до збільшення дефіцитів державних фінансів. Для України є важливим порівняння реалізації тих чи інших напрямів політики, зважаючи на євро-інтеграційну спрямованість країни, із **ситуацією у борговій сфері висхідних європейських країн і країн СНД**. І тут доречно вказати, що **критерієм ефективності антикризової політики може виступати політика країни саме в борговій сфері**, насамперед стосовно державних фінансів.

За кризового тиску на економіки та за відсутності стійких внутрішніх фінансових джерел, країни вказаного регіону вдавалися до суттєвого посилення боргового тягаря (діаграма «*Консолідований державний борг окремих висхідних країн*»⁷⁷).

**Консолідований державний борг
окремих висхідних країн
% ВВП**



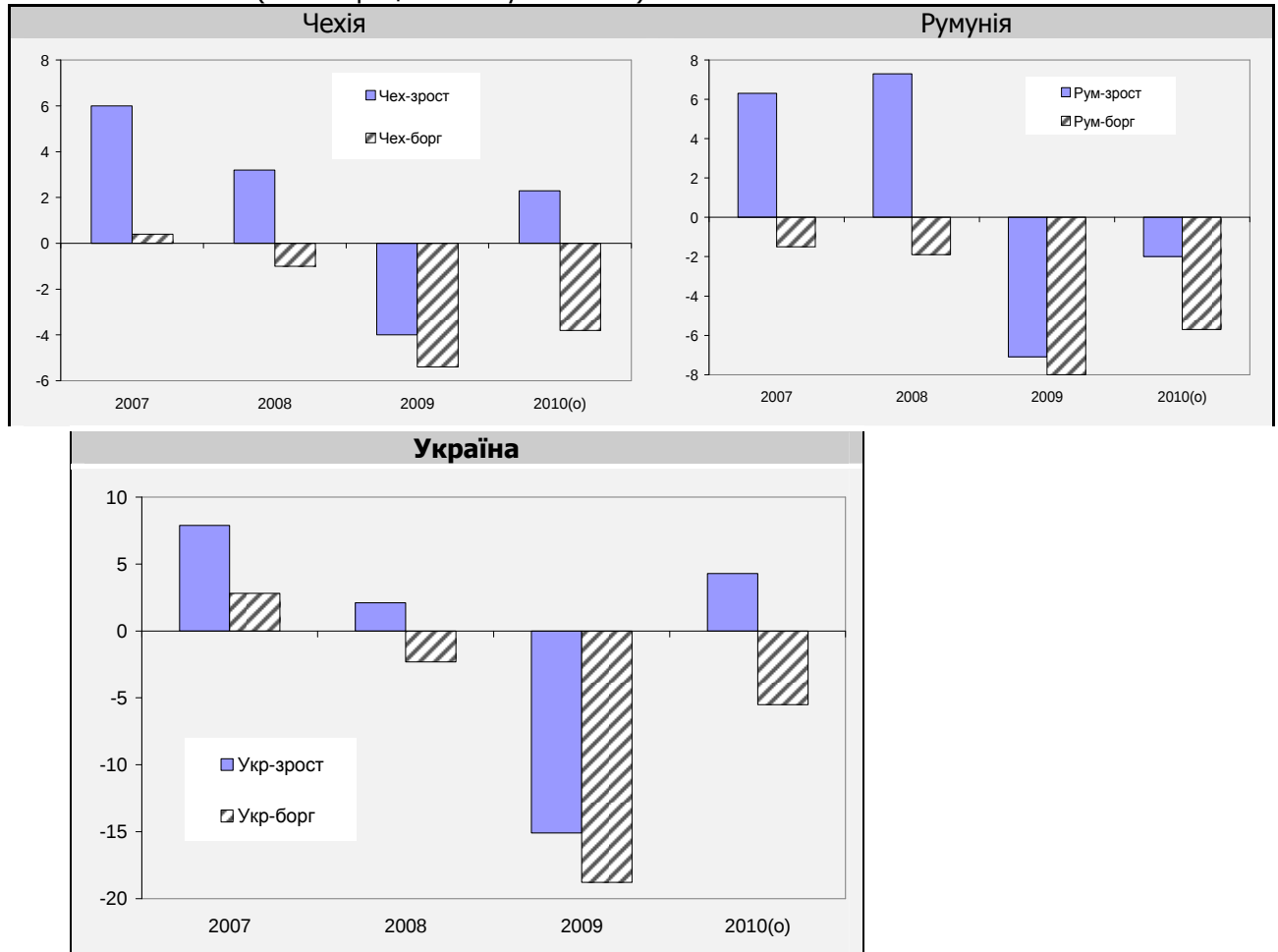
Більше того, **чим глибшим було в країнах кризове падіння, тим більшою була зорієнтованість на боргові залучення** (діаграма «*Економічне зростання в окремих країнах і зміна рівня...*». Причому у цій складовій макроекономічної політики Україна виявилася «лідером» серед європейських країн – лише за два роки консолідований державний борг країни зріс з 15,5% ВВП (станом на кінець 2008р.) до 39,8% ВВП (на кінець 2010р.) (діаграма «*Консолідований державний борг...*»), при тому, що глибина

⁷⁶ Стосовно покриття короткострокового боргу, міжнародні рекомендації зорієнтовують на 100%-рівень.

⁷⁷ Джерело: *Credit Suisse, Febr. 2011*. Консолідований борг визначається як сума внутрішнього і зовнішнього державного боргу.

економічного падіння була, як вказувалося, серед найвищих показників у Європі. Тобто Україна, замість пошуку внутрішніх економічних джерел, пов'язаних із стимулюванням розвитку підприємництва, надавала перевагу борговим коштам, не маючи виваженої політики їх найбільш ефективного використання.

Економічне зростання в окремих країнах
(% до попереднього року)
і зміна рівня* консолідованого державного боргу
(п.п. – процентних пунктів ВВП)



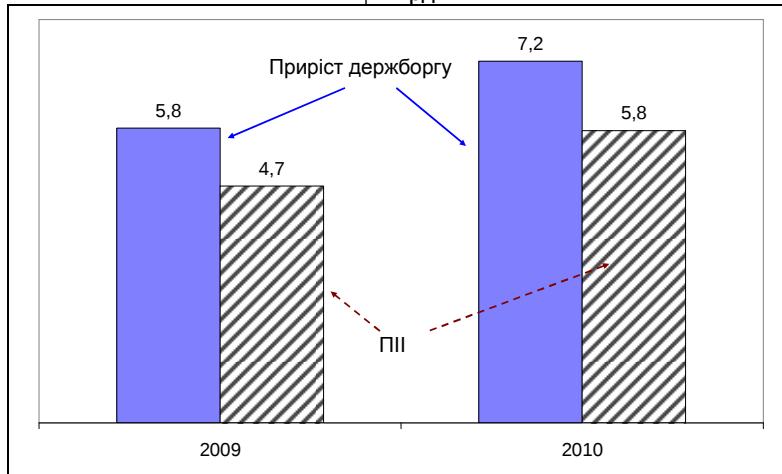
* - негативні показники визначають зростання боргу,
позитивні – його зменшення

Стрімка боргова експансія має **ще один негативний вияв** – інтерес іноземних інвесторів до боргових інструментів України виявляється значно вищим, ніж до інвестування в економіку – **приріст державного боргу в останні два роки приблизно на 20% перевищував приплив прямих іноземних інвестицій (ПІІ)** (діаграма «Приріст державного боргу і прямих іноземних інвестицій»⁷⁸).

⁷⁸ Джерело: НБУ – тут і далі в цьому параграфі, якщо не вказано інше.

Слід підкреслити, що хоча в більшості країн боргові ресурси перевищують прямі інвестиції, проте для «слабких» економік (подібних до української), які потребують прискорення трансформаційних процесів, **відсутність інтересів до прямих інвестицій на користь боргових ресурсів може призвести не до розвитку країни, а до поширення стагнаційних процесів.**

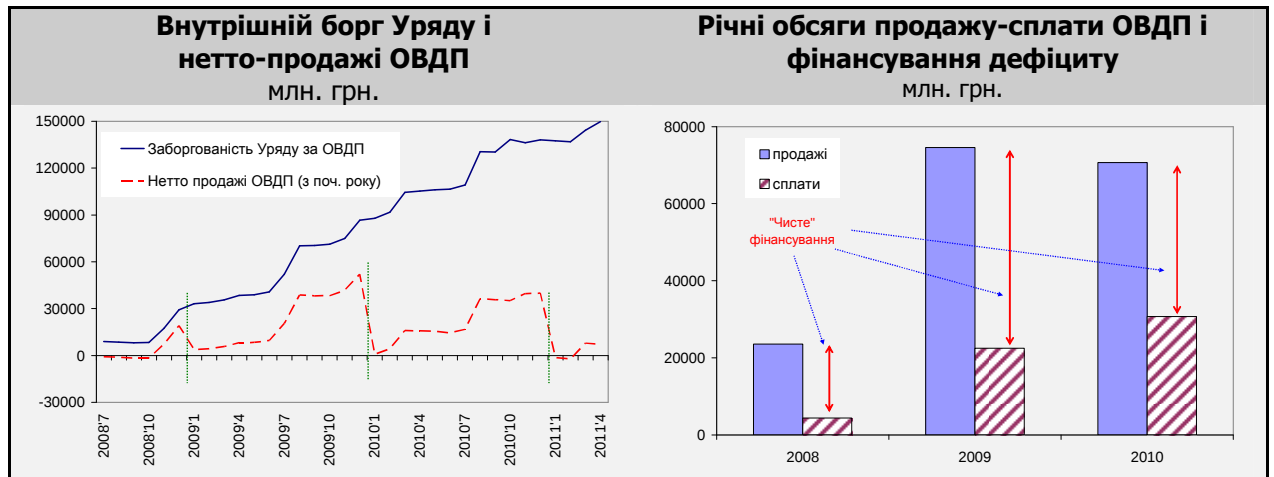
Приріст державного боргу і прямих іноземних інвестицій
\$ млрд.



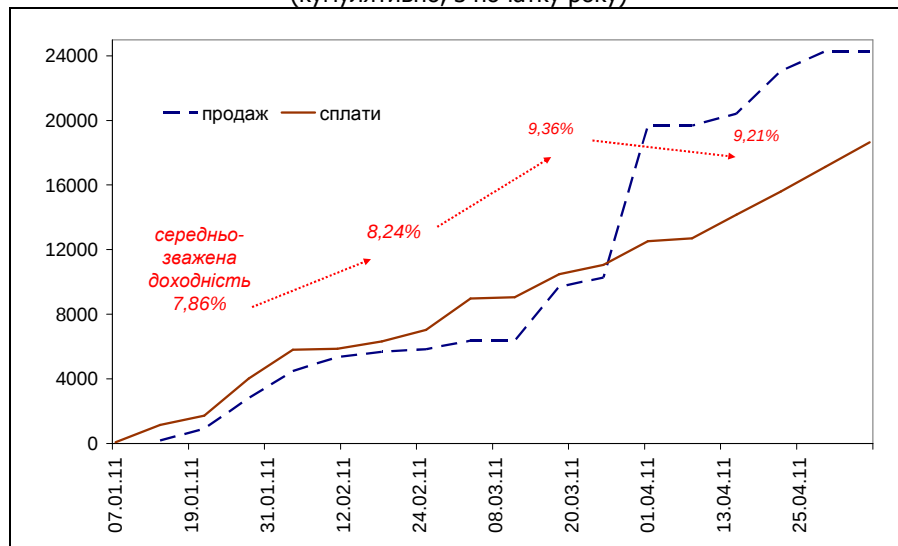
Внутрішній борг. Не менш складна ситуація починає проглядатися і навколо внутрішнього боргу. Хоча безпосередньо фінансування внутрішнього боргу не є критичним завданням для країни, проте, зважаючи, що внутрішній борг нерезидентів легко «переростає» у зовнішній з ризиками втрати валютних резервів, внутрішньоборгова проблематика також вимагає пильності для недопущення прискорення кризи у країні.

Слід нагадати, що з початку розгортання кризових явищ (осінь 2008р.) за два з половиною роки **заборгованість уряду за облігаціями внутрішньої державної позики (ОВДП) зростає у 10 разів (!)** (діаграма «Внутрішній борг Уряду і нетто-продажі ОВДП»). При цьому, аналіз обсягів розміщення ОВДП, а також сплати за них, дозволяє припустити, що ринок ОВДП (у його нинішній структурі) вже знаходиться на межі своєї ємності. *По-перше*, як загальні обсяги розміщення, так і чисті залучення до бюджету після кризового 2009р. не зростають (діаграма «Обсяги продажу-сплати ОВДП і фінансування дефіциту»).

По-друге, протягом майже 3 місяців поточного року уряд сплачував за раніше розміщені позики значно більше коштів, ніж залучав (діаграма «Продажу і сплати ОВДП у 2011р.»). Лише 31 березня чисті продажі ОВДП склали майже 4,5 млрд. грн., тобто лише в останній день першого кварталу поточного року вдалося вийти на позитивне сальдо продажів ОВДП. Платою за залучені кошти стало помітне підвищення вартості обслуговування – так, якщо середня доходність від розміщення ОВДП на первинному ринку у лютому складала 8,24%, то в березні – вже 9,35% (незначним чином знизившись у квітні до 9,21%).



Продажі-сплати ОВДП у 2011р., млн. грн.
(кумулятивно, з початку року)



Оскільки у 2010р. приблизно 30% розміщених ОВДП на первинному ринку були короткостроковими, то, зважаючи на загальну структуру внутрішнього боргу, у 2011р. слід очікувати зменшення чистого доходу (для фінансування дефіциту державних фінансів), або ж зростання вартості обслуговування, що, у кращому разі, лише незначним чином відсуне у часі, проте не ліквідує, внутрішньоборгові ризики.

Зазначимо, що порівнюючи доцільність внутрішніх і зовнішніх залучень, слід виходити не лише із вартості (доходності) таких ресурсів. Важливим є чітке врахування валютних ризиків («дешеві» зовнішні ресурси можуть виявитися «дорогими» для економіки у випадку девальвації, як це вже неодноразово було попередніми роками). Крім того, видається, що ринок внутрішніх боргових державних інструментів доречно було б розширити – оскільки прибутковість на ринках ОВДП могла б слугувати ринково-визначальним орієнтиром для вартості ресурсів (кредитних і депозитних ставок, прибутковості облігацій) загалом.