



USAID
FROM THE AMERICAN PEOPLE



building
local
promise.

Razumkov
centre

ЗАОЩАДЖЕННЯ І РИЗИКИ ЗАГОСТРЕННЯ БОРГОВИХ КРИЗ

Вересень 2023



Ця аналітична доповідь була представлена Центром Разумкова в рамках Програми сприяння громадській активності «Долучайся!», що фінансується Агентством США з міжнародного розвитку (USAID) та здійснюється Раєт в Україні. Зміст аналітичної доповіді є винятковою відповідальністю Раєт та його партнерів і не обов'язково відображає погляди Агентства США з міжнародного розвитку (USAID) або уряду США.

ЗАОЩАДЖЕННЯ І РИЗИКИ ЗАГОСТРЕННЯ БОРГОВИХ КРИЗ

Василь ЮРЧИШИН,
директор економічних і соціальних програм Центру Разумкова

Тривогами і дискусіями стосовно боргових проблем США, які (проблеми) нібито можуть спровокувати глобальну фінансову кризу, сьогодні нікого не здивуєш. Майже щороку ледь не оголошується дефолт за державними зобов'язаннями США, і щоразу, незадовго до «кінцевого» терміну ухвалення рішення про нові боргові залучення, такі рішення ухвалюються. Так, на початку червня 2023 р. (після 4 місяців дебатів) Палата представників і Сенат Конгресу США ухвалили «компромісний» законопроект про чергове підвищення ліміту держборгу¹, що «дасть змогу економіці країни уникнути дефолту»².

Однак останнім часом апокаліптичні сценарії глобального боргового поглинання вже вийшли за межі США і дедалі активніше починають концентруватись навколо другої світової економіки — китайської. Причина проста — стрімке збільшення суверенного боргу країни, незадовільна результативність внутрішніх інвестицій і поки недостатня фінансова спроможність акумуляції зовнішніх ресурсів.

Звичайно, це не зможе не вплинути і на Україну. Більше того, макроекономічні дисбаланси в країні значною мірою сконцентровані навколо боргових ризиків і викликів. В країні також відбувається прискорене нарощування внутрішніх і зовнішніх державних боргів, що значною мірою спровоковане російською агресією і необхідністю акумуляції ресурсів для захисту Батьківщини. Сценарій насамперед у частині збільшення зовнішніх (номінованих в іноземній валюті) боргів вкрай небажаний для України, оскільки якщо країна увійде у повоєнне відновлення з високим рівнем зовнішнього боргу, маючи при цьому обмежений доступ до резервних валют, то процеси відновлення можуть суттєво сповільнитись (значна частина зароблених коштів повинна буде направлятись на зовнішні виплати). Тому серед найактуальніших завдань посткризового (повоєнного) відновлення країни виокремлюється зовнішньоборгова

проблематика, для розв'язання якої потрібна коректна розстановка акцентів у контексті макроекономічної політики.

БОРГОВЕ ЗАНУРЕННЯ НАЙБІЛЬШИХ ГЛОБАЛЬНИХ ЕКОНОМІК

Боргові проблеми вже існують не одне століття і, здавалося б, країни вже могли б виробити дієві заходи протидії. На жаль, слід визнати, що навіть за останні 20 років макроекономічні дисбаланси (які є чинниками боргових проявів) спровокували чимало боргових негараздів.

Спочатку Глобальна фінансова криза 2008–2009 рр. (ГФК), а потім коронавірусна криза 2020–2021 рр. спричинили суттєві витрати державних фінансів найкрупніших країн світу, спрямованих на підтримку бізнесу та домогосподарств. Зрозуміло, що одним з наслідків стало надмірне зростання державних боргів. Однак не лише вказані глобальні кризи виявилися «винними» у борговій проблематиці.

Так, якщо в останні десятиліття минулого століття боргова проблематика була притаманна країнам, що розвиваються, то з початку нового тисячоліття основні бюджетні, а з ними і боргові ризики почали концентрувались у розвинутих країнах, насамперед

¹ Tankersley J. The Debt-Limit Deal Suggests Debt Will Keep Growing, Fast. — The New York Times, <https://www.nytimes.com/2023/06/02/us/politics/debt-ceiling-bill-national-debt-growth.html>.

² Обидві палати Конгресу США схвалили підвищення ліміту держборгу. — Укрінформ, <https://www.ukrinform.ua/rubric-world/3717268-obidvi-palati-kongresu-ssa-shvalili-pidvisenna-limitu-derzborgu.html>.

європейських, і країни одна за одною порушували Маастрихтські критерії у борговій сфері (обмеження державного боргу у 60% ВВП країни).

Порушення вимог Пакту ЄС про стабільність і розвиток щодо недопустимості перевищення дефіциту 3% ВВП у найкрупніших європейських країнах — Німеччині та Франції, державні фінанси яких подавались як майже взірцеві, практично було проігнороване³. Тому ГФК відчутно вразила державні фінанси (насамперед розвинутих країн) з двох боків: необхідність заощадження й підтримки економічної активності та банківської платоспроможності, які суттєво збільшували державні видатки, з одного боку, і неможливість належно 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 «звичайний» безпечний рівень витрат (без зростання дефіциту та, відповідно, боргу).

Водночас ГФК, хоча й спричинила хвилювання у Китаї (на той час країна ще не претендувала на глобальне лідерство і залишалася поза головними світовими фінансовими потоками), однак не надто відбилася на боргових позиціях — валовий державний борг залишався у безпечних межах, менше 40% ВВП (і здавалося, боргові проблеми не зможуть бути на порядку денному керівництва країни принаймні кілька десятиліть).

Наступна криза — коронавірусна — мала більш жорсткий характер для державних і корпоративних фінансів. Дотримання Маастрихтських критеріїв у ЄС вже нікого не турбувало, що спричинило стрімке зростання валових боргів і боргового навантаження на фінанси та економіку країн — борги провідних

розвинутих країн помітно перевищили рівень їх ВВП.

Дві найбільші економіки світу — США та Китаю, звичайно, по-різному переборювали коронавірусну кризу. Тоді як США під час кризи запровадили широкі програми підтримки домогосподарств і бізнесу та протидії кризовим проявам, чим шоково збільшили борговий індикатор, китайська економіка, запровадивши ізоляційну (від зовнішнього світу) політику, продовжувала зростати, хоча й меншими темпами⁴ (забезпечуючи більш «гладку» динаміку індикатора Борг/ВВП⁵) (діаграма «Валовий консолідований державний борг»)⁶.

Між тим, навіть за «спокійними» сценаріями, рівень консолідованого державного боргу в Китаї вже у 2023 р. зможе досягти рівня ВВП країни. Насправді ж ситуація може виявитись значно гіршою. Справа у тому, що офіційні дані про загальний внутрішній борг відсутні. За деякими оцінками, сукупний борг домогосподарств, компаній, уряду сягає понад 280% ВВП країни (що навіть вище, ніж сукупний борг США — близько 260% ВВП)⁷.

Хоча «борговий шлях» найбільших світових економік є різним, однак обидві країни сьогодні стоять перед доволі схожими проблемами, пов'язаними з високим борговим навантаженням, що може **мати негативні наслідки для глобального боргового середовища**. І, звичайно, сценарій (глобальної боргової кризи) вельми неприйнятний для України, яка ще довгі роки потребуватиме підтримку світової фінансової спільноти. Боргові ускладнення провідних країн матимуть негативне віддзеркалення на українській спроможності своєчасних залучень ресурсів, у т. ч. для боргових виплат та боргового обслуговування.

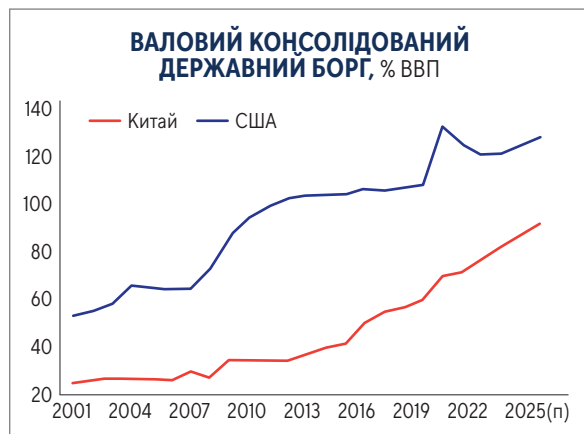
³ Ризики не були оцінені, країни не понесли «покарання», що поставило взагалі під сумнів «жорсткість» регуляторних вимог до фінансів загалом і державних у першу чергу.

⁴ Зростання розвинутих країн у 2019 р. складало 1,6%, у коронавірусному 2020 р. «мінус» 4,7%. Китай утримував позитивну динаміку — 5,8 і 2,3%, відповідно.

⁵ У дійсності боргові зобов'язання Китаю, які можуть спричинити макроекономічні дисбаланси загалом, значно більші, що пов'язано з великим державним сектором (банки, корпорації) і «стимулювання» кредитування державними банками державних (або контрольованих державою) підприємств. По-перше, такі кредити носять далеко не ринковий характер. По-друге — часто реструктуризуються таким чином, що реальна вартість заборгованості перед банками у підприємств зменшується.

⁶ Тут і далі, якщо не вказано інше, для міжнародних порівнянь використані дані, наведені у World Bank Indicators — <https://data.worldbank.org/indicator/>, Trading Economics — <https://tradingeconomics.com/indicators/>. Також для позначення економік використовуються визнані трілітерні міжнародні скорочення: USA — США, CHN — Китай та ін.

⁷ Bradcher K. Why China Has a Giant Pile of Debt. — The New York Times, <https://www.nytimes.com/2023/07/08/business/china-debt-explained.html>.



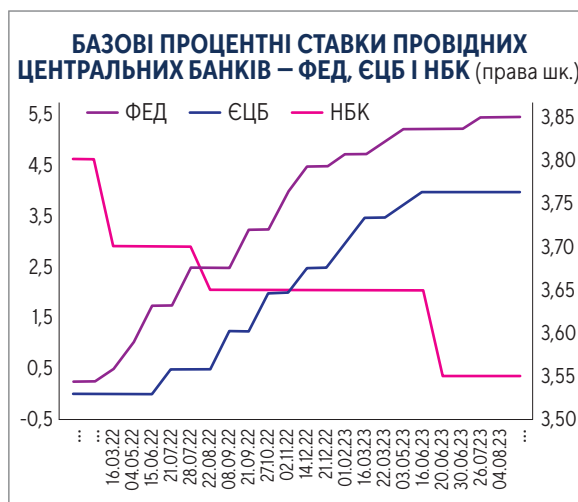
Тут слід звернути увагу на вагому обставину, яка значною мірою зумовлена російською агресією і може ускладнювати стабілізаційні заходи. Війна в Україні, а також провокативний енергетичний тиск росії вивів на передній план завдання протидії поширенню інфляції. За звичних умов, протидіяти інфляційному тиску було б відносно не важко. Однак слід врахувати те, що більшість розвинутих країн виходили з коронавірусної кризи з (майже) нульовою процентною ставкою. Тому природним було послідовне та значиме підвищення ставок центральними банками провідних економік — Федерального резерву США (ФЕД), Європейського центрального банку (ЄЦБ), Банку Англії — як головного антиінфляційного інструменту. Однак водночас це означає, що вартість нових боргових залучень (для стимулювання зростання, фінансування дефіциту платіжного балансу, виплат за борговими зобов'язаннями) демонструватиме також помітне зростання, що ставить під сумнів можливості започаткування прискореного глобального відновлення. Сьогодні це вже відбувається — ставки федеральних фондів у США сягнули рекордного рівня — 5,5% (і не виключно їх подальше зростання).

Підкреслимо, підвищення ставок має значний негативний вплив на вирішення чи хоча б послаблення боргових проблем, і навіть у «найкращому» випадку може призвести до зростання зовнішнього (валютного) боргу і погіршення боргових позицій висхідних країн. Для 2022–2023 рр. вже є характерним, що накопичені високі борги поєднуються з високими процентними ставками (які, як

вказувалось, «прийшли» як антиінфляційний захід), а з тим — зробили нові запозичення (у т. ч. для розрахунків за «старими» боргами) значно дорожчими. Що й сталося для багатьох країн.

Іншим шляхом рухається Китай. Сповідуючи політику коронавірусних обмежень, країна входила ще у 2022 р. з високими ставками. Звільнення ж від обмежень (відмова від трирічної політики «нульового ковіду») і потреби прискореного посткоронавірусного відновлення означали необхідність зниження ставок, що й почав втілювати Народний банк Китаю (НБК) (діаграма «Базові процентні ставки провідних центральних банків...»)⁸.

Парадоксальність боргової ситуації в Китаї полягає у тому, що високі внутрішні борги супроводжуються надмірно великими обсягами кредитів, наданих висхідним країнам (Китай є найбільший суверенний кредитор висхідних країн). І з цим пов'язані високі ризики. Справа у тому, що прийнятні боргові інструменти розвинутих країн зазвичай мають фіксовану ставку доходності. Однак китайські банки (для страхування реальної вартості) переважно надавали і надають доларові кредити висхідним країнам, прив'язуючи вартість до ставок провідних західних банків. Оскільки ФЕД з початку 2022 р. проводить політику підвищення процентних ставок, висхідні країни зіткнулися із стрімко зростаючими борговими виплатами Китаю⁹.



⁸ Поряд з цим доречно нагадати про те, що підвищення ставок ФЕД при одночасному зниженні ставок НБК означає збільшення різниці величини ставок. Це може слугувати додатковим стимулом для китайських капіталів прискореного перетікання до фінансових ринків США і супроводжуватися зміцненням долара на міжнародних ринках.

⁹ Bradcher K. Why China Has a Giant Pile of Debt. – The New York Times, <https://www.nytimes.com/2023/07/08/business/china-debt-explained.html>.

Зробимо **загальне зауваження**. Накопичені боргові зобов'язання та необхідність їх обслуговування можуть на довгий час підірвати базис посткризового відновлення. Більше того, невизначеність на фінансових ринках може призвести до подальшого підвищення процентних ставок, навіть, якщо економічна динаміка буде ще слабкою. Це здорожчить нові запозичення (і вартість їх обслуговування). А для державних запозичень — дорожче боргове обслуговування повинно буде фінансуватись підвищенням податків або ж зменшенням видатків (у т.ч. соціальної спрямованості чи бізнес-сприяння)¹⁰, що для багатьох країн може виявитися політично неприйнятним.

У якості **стислого проміжного висновку** звернемо увагу на те, що проблеми, пов'язані з **високим борговим навантаженням двох найбільших економік світу**, швидко зможуть відобразитись на **глобальному борговому середовищі**, а з тим **спричинити значні дефолтні ризики** для багатьох висхідних країн (у т.ч. внаслідок подорожчання боргових вартостей), що, напевне, гальмуватиме їх соціально-економічний розвиток.

У цьому підрозділі ми розглянули поточну боргову ситуацію, у т.ч. боргову динаміку найбільших економік світу. Однак для зменшення боргових проблем не достатньо зосереджуватись лише на борговій сфері. Потрібним є врахування макроекономічної структури — для визначення шляхів протидії необхідним є визначення макроекономічних аспектів появи і розширення боргових навантажень.

МАКРОЕКОНОМІЧНИЙ БАЗИС БОРГОВИХ ВИКЛИКІВ

Розгляд боргової проблематики часто фокусується на борговій динаміці та ресурсах, які дозволяють профінансувати боргові виплати. Це вкрай важливий напрям дій, оскільки у сучасному глобалізованому світі достатній рівень економічного зростання і розвитку країни не зможе бути досягнутим, якщо не вдасться приборкати її (країни) швидко зростаючий борг¹¹.

Однак такий напрям дій — це радше протидія наслідкам, що не нейтралізує чинники боргового розширення. Тому далі звернемо увагу саме на макроекономічних структурних складових виникнення боргових зобов'язань.

Нагадаємо, базові макроекономічні визначення і тотожності. ВВП (в узагальненому випадку — валовий дохід у розпорядженні) країни за категоріями кінцевого використання дорівнює сумі витрат на кінцеві товари та послуги, тобто витрати на споживання, плюс валове інвестування плюс чистий експорт (експорт мінус імпорт). Різниця між ВВП і споживанням утворює заощадження. Розрив (різниця) між заощадженнями та інвестиціями (у державному та приватному секторах) утворює т. зв. баланс «заощадження-інвестиції», а також має дорівнювати величині зовнішньоторговельного сальдо (у загальному випадку — сальдо рахунку поточних операцій).

Тобто:

Розрив між заощадженнями та інвестиціями у приватному секторі	+	Розрив між заощадженнями та інвестиціями у державному секторі	=	Сальдо рахунку поточних операцій
--	---	--	---	-------------------------------------

¹⁰ Стрімка фіскальна експансія посткризових періодів вказує на те, що навіть за відновлення темпів економічного зростання розрив між доходами та витратами (який збільшується в період кризи як за рахунок обмеженості та навіть падіння доходів, так і за рахунок збільшення витрат), вимагатиме серйозних заходів щодо бюджетної консолідації. При цьому слід мати на увазі, що ставлення як до бюджетної консолідації загалом, так і до окремих консолідуючих напрямів дій є далеко не однозначним, оскільки в короткострокових аспектах може завдати країні додаткових збитків, пригальмувати економічну динаміку.

¹¹ Pettis M. Why U.S. Debt Must Continue to Rise. — Carnegie Endowment for International Peace, <https://carnegieendowment.org/chinafinancialmarkets/78304>.

Таким чином, дефіцит рахунку поточних операцій платіжного балансу виникає внаслідок або:

- ✓ більших приватних інвестицій порівняно з приватним заощадженням;
- ✓ перевищення державних інвестицій порівняно з державними заощадженнями;
- ✓ обох зазначених причин разом;
- ✓ більшого негативного впливу одного з цих факторів (як правило, державний сектор — сальдо бюджету — вносить головну негативну складову).

Тому баланс рахунку поточних операцій відображає не тільки прямі зміни в експорті та імпорті (у т. ч. спровоковані обмінним курсом) чи трансфертах, а також зміни у рівні національного заощадження та інвестування (у т. ч. спричинені змінами процентних ставок). Для наших цілей цілком достатньо обмежитися розглядом зовнішньоторговельного балансу.

Прийнятим є те, що якщо зовнішньоторговельне сальдо є дефіцитним, то слід залучати зовнішні ресурси і це посилює ризики негативного впливу на зростання (врізка «Зовнішньоторговельний дефіцит і зростання»¹²), у т. ч. внаслідок зростання боргового навантаження. Подібним чином, якщо національні інвестиції перевищують заощадження, то це вимагає залучення зовнішніх ресурсів, без яких розвиток гальмується. В обох випадках наслідком стає нарощування боргів.

Якщо ж відбувається зворотнє — торговельне сальдо є позитивним чи заощадження перевищують інвестиції, то у країні утворюються «надлишкові» ресурси, які можуть бути спрямовані на фінансування додаткових ресурсів партнерських країн (які мають дефіцити). Однак є й інший бік позитивного балансу заощадження інвестицій — недоінвестування внутрішнього попиту, наслідком чого стає безробіття, з чим і зростають боргові ризики.

ЗОВНІШНЬОТОРГОВЕЛЬНИЙ ДЕФІЦИТ І ЗРОСТАННЯ

Питання, чи дійсно зовнішньоторговельний дефіцит (дефіцит рахунку поточних операцій) є негативною характеристикою економіки, не має однозначної відповіді, оскільки остання радше лежить у політичній, ніж економічній площині. Так, з одного боку, зростання імпорту може завдати негативного впливу національним підприємствам, які виробляють подібну продукцію, що виявлятиме негативний тиск на зайнятість. З іншого, розширення імпорту створює умови для нових інвестицій, а з тим і створення нових конкурентних робочих місць.

Європейські країни, які успішно реформували економіку, навіть за негативного рахунку поточних операцій лише незначно нарощували зовнішні борги і демонстрували прискорене зростання, що цілком покривало потреби у боргових виплатах. Крім того, глобалізація і лібералізація потоків капіталів дають змогу ширше залучати фінансові ресурси, використовуючи нові позики (відносно дешеві і довгострокові) на створення нових ефективних виробництв, доходи від яких дають змогу не тільки прискорювати розвиток, а й погашати старі борги.

Тобто дефіцит рахунку поточних операцій (а також перевищення інвестицій над заощадженнями) не обов'язково означає зниження багатства у разі одночасної акумуляції внутрішніх активів, що відбувається у разі зростаючої економіки, яка вимагає інвестування як у фізичний, так і людський капітал. Фактично, дефіцит може означати, що країна позичає певні кошти з-за кордону для того, щоб розширити свої фінансові ресурси, які сподівається використати для інвестування й імпорту машин та устаткування, які вже безпосередньо пов'язані зі зростанням. І в такому разі дефіцити асоціюються зі зростанням (а не з економічним падінням) — нарощуванням внутрішнього капіталу та підвищенням попиту на нього (з очікуваною позитивною віддачею).

Відтак, у системі макроекономічних рахунків джерелом боргових ускладнень є порушення у балансі заощадження-інвестицій і зовнішньоторговельного балансу.

Значна частина надлишкових світових заощаджень, які асоціюються з експортом висхідних країн, надходить до розвинутих

¹² Див., зокрема: Політичні, економічні і структурні наслідки російської агресії для України і світової спільноти. Завдання економічного відновлення України у повоєнний період з врахуванням євроінтеграційних пріоритетів. / К.: Центр Разумкова, 2023 р., https://razumkov.org.ua/images/2023/04/21/2023_04_consequences_of_the_war_for_ukraine.pdf.

країн. Як правило, країни, куди такі заощадження прямують, це країни з найбільш розвинутими фінансовими ринками, насамперед США («тиха гавань» для капіталів)¹³. Наступним наслідком, дещо суперечливим, є те, що приплив іноземного капіталу може знизити національні заощадження, що вже може мати негативний тиск на інвестиції, а з ними на зростання і зайнятість.

Ще одне ускладнення пов'язано з тим, що чистий приплив капіталу до розвинутої країни може зміцнити її валюту. Це, з одного боку, послабляє експортну спроможність країни, до якої прямують капітали, з іншого — створює ілюзію збільшення доходів домогосподарств, які за кошти у своїй валюті (через її зміцнення) можуть купувати більше іноземних товарів. Наслідком такого сорту «торговельного буму» часто стає збільшення споживання і зменшення заощаджень.

Тобто, **як проміжний висновок**, будь-яке **порушення у балансі заощаджень-інвестицій** чи у зовнішньоторговельному балансі може **спровокувати подальші макроекономічні дисбаланси**, зокрема спричинити **посилення боргового тиску**.

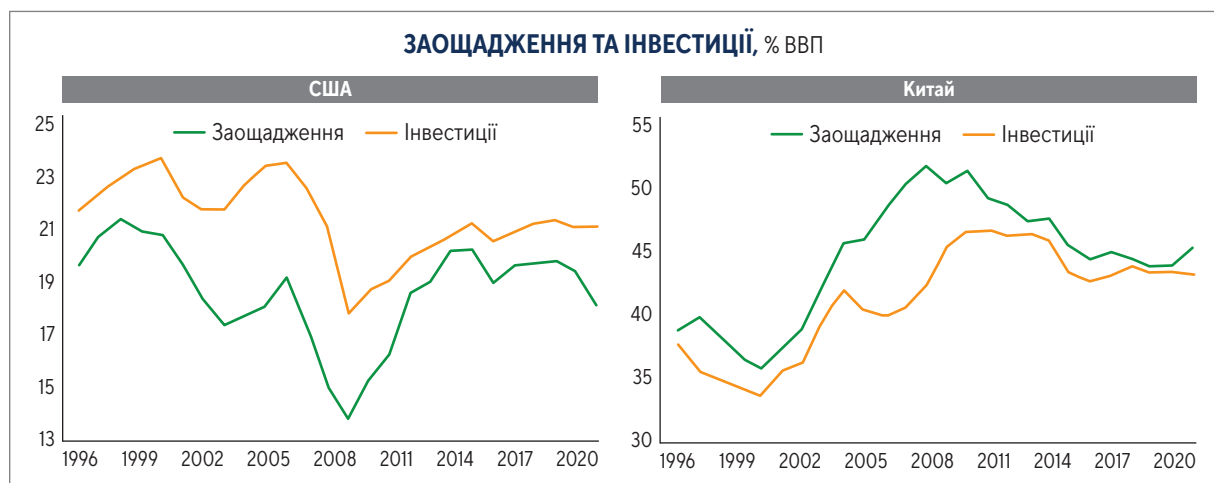
ЗАОЩАДЖЕННЯ-ІНВЕСТИЦІЇ У США І КИТАЇ

Як неодноразово вказували, глобальні економічні процеси дедалі більше визначаються економічною динамікою і взаємовпливами двох найкрупніших економік — США і Китаю. Тому тут звернемось до процесів

(і динаміки макроекономічних балансів), які відбуваються у вказаних країнах. Це тим більше важливо, оскільки динаміка заощаджень та інвестицій у США і Китаї має певним чином «дзеркальний» характер (діаграма «Заощадження та інвестиції»).

Вкажемо на порівняльні особливості:

- ✓ загалом частки заощаджень/інвестицій у структурі ВВП Китаю значно перевищують відповідні частки США. Тобто у США високою є схильність держави, бізнесу, домогосподарств до споживання, у Китаю — надмірно високою є схильність до заощаджень (упродовж десятиліття — з 2005 р. до 2015 р. — рівень заощаджень сягав 45-50% ВВП), що, звичайно, зумовлено характером соціально-економічного розвитку країн упродовж останнього півсторіччя;
- ✓ Китай значно більше частку ВВП заощаджує, порівняно з інвестиційною часткою. У США — навпаки, рівень заощаджень помітно поступається частці ВВП, яка спрямовується на інвестування. Тобто, Китай має «надлишок» ресурсів, які не споживаються і не інвестуються у національній економіці. США — інвестує більше, ніж заощаджує, використовуючи для цього ресурси інших країн, які надходять до США;
- ✓ У середині 2000-х рр. внаслідок Глобальної фінансової кризи у США різко обвалились як заощадження, так і



¹³ Yardeni E. US Is The Safest Harbor In Stormy World Sea, <https://www.linkedin.com/pulse/us-safest-harbor-stormy-world-sea-edward-yardeni>.

інвестиції. Знадобилось кілька років, щоб рівень інвестицій повернувся на докризовий рівень (і став малозалежний від рівня внутрішніх заощаджень). Китай лише незначним чином пригальмував інвестиційне розширення (насамперед внаслідок зменшення зовнішнього попиту, у т. ч. інвестиційних товарів, через кризи), а останніми роками країні вдалося практично збалансувати заощаджені та інвестовані ресурси.

Між тим, наслідки ГФК мали довгостроковий гальмівний характер для всіх країн. Так, після ГФК започаткувався тренд послідовного зменшення темпів нарощування інвестицій, навіть у тих країнах, які постраждали від неї (кризи) незначним чином (як, зокрема, у випадку Китаю). Тобто з початку 2010-х років відбулася певна «стабілізація» розвитку нових інвестиційних проєктів у найкрупніших економіках (діаграма «Зростання інвестицій»), що зумовлено послабленням глобального попиту і необхідності протидії періодично виникаючих кризових викликів (боргова криза в окремих країнах ЄС, коронавірусна криза).

Зазначимо, зменшення рівня інвестування у США не означає появу неодмінних ризиків для зростання і розвитку. Більше того, підвищення споживання, хоча і зменшує стимули для інвестування, проте може означати (а для провідних країн з цим і пов'язується) перехід до якісного зростання. Вища якість зростання означає, що ресурси використовуються раціонально і найбільш ефективно, а залучаються саме ті ресурси, які у вказаних умовах можуть виявитися найбільш результативними. У т. ч. боргові ресурси, які держава та бізнес можуть отримати з внутрішніх джерел (заощадження інших економічних агентів) або зовнішніх (ресурси на міжнародних боргових ринках), що переважно визначається їх (ресурсів) альтернативною вартістю (процентними ставками з врахуванням інфляційних і курсових складових).

Однак низький рівень внутрішніх заощаджень у США, як і раніше, означатиме, що для належного розвитку країна має поглинати «надлишкові» ресурси інших країн, а з тим —



зростатиме рівень боргу, альтернативою чому є уповільнення економіки і зростання безробіття.

Для Китаю зниження частки заощаджень у структурі ВВП, а також зменшення темпів інвестування — це відображення переходу країни до іншої моделі економіки. З другої половини 2000-х років Китай починає відмовлятися від експортоорієнтованої моделі і дедалі більше ресурсів (і стимулів) спрямовувати на внутрішнє споживання, що водночас прискорювало формування середнього класу.

Зазначимо, останніми ж роками, які значною мірою «наповнені» кризовими проявами, відбулося **скорочення попиту у багатьох провідних країнах, у т. ч. США і Китаї, що, своєю чергою, означало певну консервацію інвестиційного рівня** (при зменшенні заощаджень, що віддзеркалювало більшу схильність до споживання і відмову від подальших заощаджень)¹⁴. Звернемо увагу, що різниця між заощадженнями та інвестиціями в обох країнах зменшилася до мінімальних значень (відмінність лише у знаках різниці) (діаграма «Заощадження та інвестиції»).

Однак для Китаю зближенням заощаджень та інвестицій боргова проблематика не вичерпується, оскільки у дію вступає політичний чинник — суспільне зростання вимог до банківської системи країни стосовно розширення внутрішнього кредитування, насамперед незаможних домогосподарств, менш розвинутих регіонів, дотування низькорезультативних підприємств та ін. Всім зрозуміло, що такі

¹⁴ Pettis M. Rising U.S. Debt Is the Mirror of Rising Chinese Debt. — Carnegie Endowment for International Peace, <https://carnegieendowment.org/chinafinancialmarkets/90358/>.

позичальники, напевне, виявляться неплатоспроможними, а тому обсяги «непрацюючої» заборгованості лише зростатимуть, особливо у нинішніх умовах, коли темпи економічного зростання в країні суттєво знизились¹⁵.

У якості **проміжного висновку** звернемо увагу на те, що **баланс заощаджень-інвестицій віддзеркалює спроможність** економіки до прискорення. Перехід до моделі підвищення споживання, хоча і зменшує стимули для інвестування, проте **може означати перехід до якісного зростання**. Вища якість зростання означає, що **ресурси використовуються раціонально і найбільш ефективно**, а залучаються саме ті ресурси, які у вказаних умовах можуть виявитися найбільш результативними.

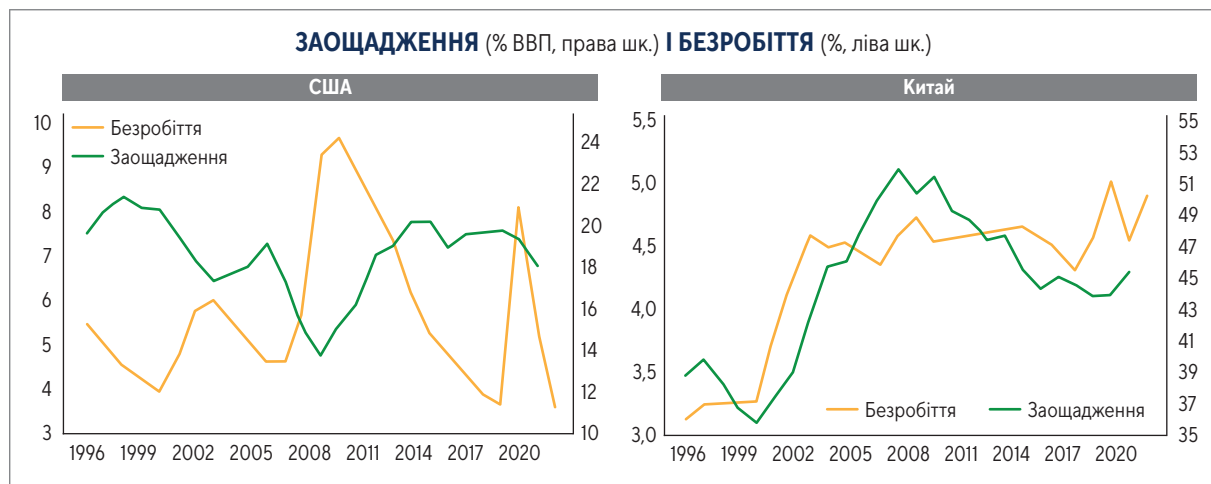
ВЗАЄМОВПЛИВ ЗАОЩАДЖЕНЬ І БЕЗРОБІТТЯ

Боргова проблематика, як і інші сфери державного управління, нерозривно пов'язана з економічною динамікою, порівняльними темпами економічного зростання конкуруючих країн, а також макроекономічною структурою. Зокрема, якщо темпи зростання однієї економіки випереджають відповідні темпи іншої, то є підстави в такій економіці очікувати зростання споживання, у т. ч. за рахунок імпорту, що призведе як до зменшення заощаджень, так і підвищення торговельного дефіциту¹⁶. Втім, якщо в країні існують певні

традиції заощаджень, то розширення споживання може і не відбутися. Прикладом такого розвитку є період прискореного зростання у Китаї у період до ГФК.

Інші суперечності пов'язані із зайнятістю. Звичайно, зменшення сукупного попиту часто супроводжується зростанням безробіття. Проте можливими є й прояви іншого характеру. Так, вважалося, що значний дешевий імпорт до США з висхідних країн, у т. ч. Китаю, призведе до утворення зовнішньоторговельного дефіциту, а також витіснення національних виробництв і, як наслідок, до підвищення безробіття у США, яке супроводжуватиметься негативною динамікою заощаджень (безробітні споживають частину власних заощаджень).

Водночас зростання безробіття вимагатиме більше державних запозичень для фінансування більших трансфертів, які здебільшого матимуть споживчий характер (тобто зменшуватимуться заощадження у державному секторі). При цьому, зростання безробіття водночас означає, з одного боку, зменшення заощаджень, з іншого – вірогідну відмову споживачів від імпортованих товарів, що зменшить зовнішньоторговельний дефіцит¹⁷. У результаті, зростання безробіття пов'язується з нижчими рівнями заощаджень і нижчими рівнями балансу заощадження-інвестиції, що добре проявлялось у випадку США (діаграма «Заощадження і безробіття: США»).



¹⁵ Bradcher K. Why China Has a Giant Pile of Debt. – The New York Times, <https://www.nytimes.com/2023/07/08/business/china-debt-explained.html>.

¹⁶ Pettinger T. Do trade deficits cause unemployment? – The New York Times, <https://www.economicshelp.org/blog/138776/economics/do-trade-deficits-cause-unemployment/>.

¹⁷ Haydory Akbar Ahmed et al. Long-run relationship between the unemployment rate and the current account balance in the United States: An empirical analysis. – SpringerLink, <https://link.springer.com/article/10.1007/s10258-022-00220-3>.

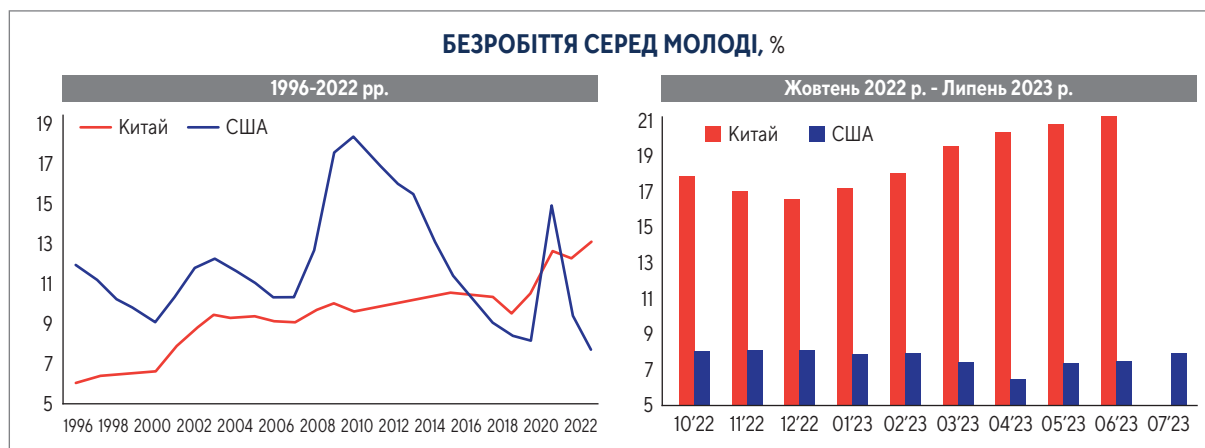
У Китаї ситуація розвивалась дещо по-іншому, однак результати для зайнятості та попиту, як видається неочікуваним, в останнє десятиріччя виявлялись подібними до американських. Перехід китайської економіки від експортоорієнтованої до споживчої (з середини 2010-х рр.), крім іншого, означав вивільнення значних обсягів робочої сили та появу нових підприємств, які мали входити у конкурентне середовище, а також розширене кредитування національними великими державними банками великих підприємств, малого бізнесу, домогосподарств, дедалі більше знижуючи стандарти споживчого кредитування (при цьому, значна частка домогосподарств, не маючи досвіду і практики поводження з кредитними ресурсами, витрачали кошти на додаткове споживання, що знижувало заощадження, однак не призводило до підвищення економічної ефективності (навпаки, «проїдання» кредитних ресурсів провокувало зростання безробіття)). Тобто, у Китаї зростання безробіття супроводжувалось зменшенням заощаджень (діаграма «Заощадження і безробіття: Китай»).



Зважаючи на те, що останніми роками темпи зростання економіки Китаю суттєво загальмувались і керівництво країни спрямовує політику на їх (темтів) зростання, слід очікувати розширення фінансування складових зростання, серед яких виокремлюється стимулювання зайнятості та боргова компонента. На цьому, вірогідно, буде базуватись активне бюджетне розширення, оскільки навіть в останні два роки рівень безробіття у Китаї помітно випереджає відповідний рівень у США (діаграма «Безробіття у США і Китаю у 2022-2023 р.»).

Ситуація з безробіттям у Китаї ускладнюється ще й тим, що прискорилося зростання безробіття серед молоді (помітно перевищивши рівень молодіжного безробіття у США, діаграма «Безробіття серед молоді»). А у 2023 р. безробіття серед молоді у Китаї взагалі сягнуло рекордних позначок. Більше того, процеси з молодіжним безробіттям почали набувати загрозливого характеру для соціально-економічного розвитку, а тому в Китаї припинили подавати відповідну офіційну статистику¹⁸.

Важливою особливістю молодіжного безробіття у Китаї є значний дефіцит висококваліфікованих і добре оплачуваних робочих місць, які вже у найближчому майбутньому мають визначати характер і конкурентні позиції країни, і, звичайно, саме такі робочі місця потрібні мільйонам студентів, які вже отримують досить добру вищу освіту. Більше того, на думку ряду експертів, саме вирішення нинішньої проблеми молодіжного безробіття лежить в основі виходу економіки країни з кризових проявів¹⁹.



¹⁸ He L. China stops releasing youth unemployment data after it hit consecutive record highs. – CNN, <https://edition.cnn.com/2023/08/14/economy/china-economy-july-slowdown-intl-hnk/index.html>.

¹⁹ Sor J. China's economy is in trouble – and its youth unemployment crisis is at the heart of the problem. – Yahoo, https://finance.yahoo.com/news/chinas-economy-trouble-youth-unemployment-201501226.html?guccounter=1&guce_referrer=aHR0cHM6Ly93d3cuZ29vZ2xlLnNvbS8&guce_referrer_sig=AQAAAFw8bfpzm9yHPZcEtEeL85fnuHXRu9jPZE9yH8y6Uwa7S9P7F9mksG5PLVzX2g8iG5Og9qDVbtKw8ntXemxwShrVJOOp65WzgEMmNpgnlQEN2b5NdTcuOpFb58C6U-Oi2MAE-HsioJxfKek_kSz1VPsOrNFG55zOnqLP6-17mMLU.

У проблематиці зростання перед китайським керівництвом постає дилема. З одного боку, процеси прискореного відновлення нерозривно пов'язані з новим кредитним бумом. Владні вимоги від підприємств високих виробничих показників означають, що державні банки повинні будуть розширювати фінансування економічних агентів, насамперед для забезпечення зайнятості, в багатьох випадках неефективної. Без такого кредитного буму суттєво зростають ризики безробіття, що керівництво країни не може допустити.

Однак, з іншого — широке кредитування проєктів, де значна частка буде пов'язана з непродуктивними інвестиціями, призведе до зростання боргового тягаря країни, на що керівництво країни зможе не особливо звертати увагу, зважаючи, що лівова частка фінансових ресурсів зосереджена у державних компаній та державних банках. Тобто альтернативою очікуваного зростання безробіття є випереджаюче нарощування боргу.

Таким чином, **поки у США і Китаї утримуються дисбаланси у макроекономічній структурі ВВП, обидві країни змушені будуть обирати між зростанням боргу і сповільненням економічної динаміки** (і зростанням безробіття)²⁰.

Слід, однак, вказати на позитив. Якщо Китай розширить інвестування, і хоча б частина таких інвестицій буде продуктивною, то економічне зростання прискориться, і країна відновить траєкторію навздогін США. А більший ВВП водночас означатиме полегшення боргового тягаря — зменшення відношення боргу/ВВП.

Дещо **парадоксальний проміжний висновок**. Негативний **баланс збереження інвестицій у США є макроекономічною основою продовження зростання боргу**. Поряд з цим, **позитивний баланс збереження інвестицій Китаю** при слідуванні політиці переслідування США для досягнення світового лідерства й утриманні високих темпів економічного зростання **також означає продовження зростання боргу**.

ЗОВНІШНЬОТОРГОВЕЛЬНІ СКЛАДОВІ БОРГОВИХ ВИКЛИКІВ

До цього часу ми здебільшого приділяли увагу ризикам і викликам, які формуються на рівні заощаджень-інвестицій. Однак балансова тотожність потребує звернення до зовнішньоторговельної складової.

Нагадаємо, якщо заощадження країни зростають швидше, ніж її інвестиції, або якщо внутрішній попит знижується відносно пропозиції (виробництва), то надлишок продукції може експортуватись, утворюючи позитивне зовнішньоторговельне сальдо, до країн, які мають високі інвестиційні потреби і недостатні внутрішні заощадження. Тобто надлишкові заощадження експортуються до країн, де заощаджень не вистачає для фінансування інвестиційних (та й споживчих) потреб.

Однак це лише одна «об'єктивна» сторона. Інша складова полягає у тому, що країни хотіли б направляти частину заощаджених ресурсів не до будь-яких країн, а на фінансові ринки розвинутих країн, насамперед США, для «перетворення» заощаджених ресурсів на придбання фінансових активів — акцій, (державних) облігацій, нерухомості у найбільшій фінансовій країні, і де такі фінансові активи мають найвигіднішу економічну віддачу²¹. Звичайно, фінансові потоки формують «зворотні» торговельні потоки, які можуть засвідчувати економічні перспективи партнерських країн.

Про що свідчать торговельні потоки між США та Китаєм у 2022 р.? Географічна структура експорту США вказує, що найближчими партнерами є країни-сусіди по Північній Америці, Велика Британія, Японія. Експорт до Китаю є відносно незначним (діаграма «Головні експортні потоки: США»). Тобто, загалом незначною є залежність Китаю від доданої вартості, створюваної у США.

Однак у його (експорту США до Китаю) структурі вагоме місце займають технологічні товари, а також вироби інформаційно-комунікаційних технологій²², які Китай, своєю

²⁰ Pettis M. Rising U.S. Debt Is the Mirror of Rising Chinese Debt. — Carnegie Endowment for International Peace, <https://carnegieendowment.org/chinafinancialmarkets/90358>.

²¹ Pettis M. Rising U.S. Debt Is the Mirror of Rising Chinese Debt. — Carnegie Endowment for International Peace, <https://carnegieendowment.org/chinafinancialmarkets/90358>.

²² Так, у 2022 р. обсяг експорту напівпровідників сягнув майже \$11 млрд, промислових машин \$9 млрд та ін.

чергою, використовує для вироблення технологічних товарів з високою доданою вартістю і вже їх експортує до провідних розвинутих країн світу (діаграма «Головні експортні потоки: Китай»).

Але водночас висока зорієнтованість експортних потоків Китаю на США вказує на високу залежність китайських виробників від попиту у США, а відтак Китай може бути лише зацікавлений у підтримці купівельної спроможності американського бізнесу і домогосподарств, а тому бере безпосередню участь у «підтримці» зовнішнього боргу США, зменшуючи ресурси, які могли б спрямуватись у результативні внутрішні інвестиційні проєкти. Вказане зменшення означає сповільнення зростання і зменшення зайнятості, для недопущення якої влада країни допускає погіршення боргових позицій, супроводжуючи висхідну боргову динаміку США.

Більше того, імпорт Китаю поповнюється технологічним імпортом сусідніх країн, які

є визнаними виробниками технологічної продукції, а також продукції, яка є складовою технологічних виробництв (зокрема, напівпровідників, які імпортуються з Тайваню, Південної Кореї та ін.) (діаграма «Головні імпортні потоки: Китай»).

Тобто торговельні потоки між США і Китаєм значною мірою спрямовані на зміцнення нинішньої структури, яка (якщо «відкинути» значний торговельний дефіцит США) цілком може задовольняти обидві країни. Однак є підстави припускати, що незабаром ситуація кардинально зміниться.

Так, крім сприятливого торговельного розширення існує «обернений» спосіб отримати відносні переваги над головними конкурентами, обмежуючи їх (конкурентів) спроможність реалізації якісних інвестиційних проєктів. Насамперед йдеться про законодавчі та нормативні обмеження і навіть заборони торгівлі чи іншого доступу до технологій і виробничих потужностей, які є конкурентоважливими,

ГОЛОВНІ ЕКСПОРТНІ ПОТОКИ, \$ млрд

США		Китай	
Канада	365,5	США	582,8
Мексика	324,3	Гонконг	287,5
Китай	154,0	Японія	172,9
Японія	80,2	Південна Корея	162,6
Велика Британія	76,2	В'єтнам	147,0

ГОЛОВНІ ІМПОРТНІ ПОТОКИ, \$ млрд

США		Китай	
Китай	536,8	Тайвань	238,1
Мексика	454,9	Південна Корея	199,6
Канада	437,7	Японія	184,4
Японія	148,3	США	177,6
Німеччина	146,6	Австралія	142,1

або можуть використовуватись для досягнення технологічних переваг.

Саме з контролем поставок технологічних товарів та їх складових пов'язані останні ініціативи Президента США стосовно обмеження технологічного експорту²³. Однак обмеження експорту може призвести до погіршення зовнішньоторговельного сальдо, одним з наслідків чого стане зростання безробіття у США. А спровоковане обмеження поставок у Китай технологічних складових призведе до зменшення попиту на кваліфіковану працю, а відтак — також зростанню безробіття.

Підкреслимо, США і Китай, хоча по-різному сформували розподіл ВВП і мають різні зовнішньоекономічні моделі розвитку, однак для забезпечення непогіршення добробуту домогосподарств країни змушені будуть впроваджувати подальше нарощування боргу (втім, це стосується багатьох розвинутих країн, крім, можливо, країн Північної Європи — Швеції, Норвегії, Данії та ін.).

У якості **проміжного висновку**, є підстави припускати, що **чинний розподіл експорто-імпорتنних потоків** обох країн зберігатиметься ще певний період, а тому й структура експорту-імпорту формуватиме **«традиційні» зовнішньоторговельні дисбаланси**. Звичайно, з «традиційним» наслідком — подальшим провокуванням **нарощування зовнішніх державних боргів** (щоб не допустити гальмування економіки).

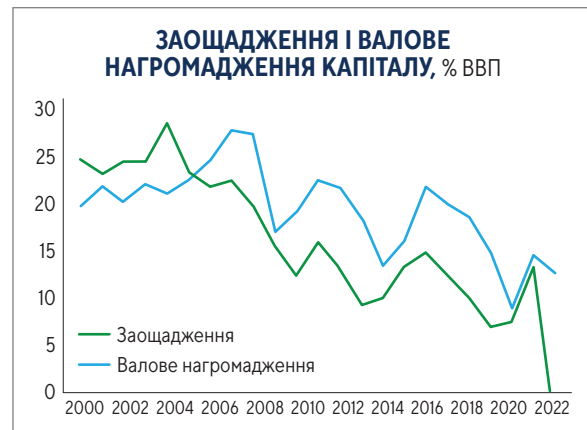
БОРГОВІ ВИКЛИКИ ДЛЯ УКРАЇНИ

Україна увійде у повоєнне відновлення вкрай економічно ослабленою і потребуватиме значної допомоги і підтримки партнерських країн. Тому для України завданням є впровадження виваженої економічної політики, спрямованої на прискорене зростання. Водночас таке зростання можливе лише за

умови доброго фінансового самопочуття найбільших економік світу, на допомогу і підтримку яких розраховує країна.

Складність нинішньої ситуації у борговій сфері зумовлена тим, що Україна за роки війни стрімко наростила зовнішній борг (не всі ресурси, що надходили від партнерів мали грантовий формат), оскільки країні, поряд з протистоянням ворогу, водночас потрібно було підтримувати макроекономічні баланси (наповнювати валютні резерви, забезпечувати зовнішньоторговельні операції, виконувати боргові зобов'язання та ін.). Отже, для України ризики, пов'язані із зовнішніми боргами, можуть виявитись критичними. Звернемось до окремих макроекономічних завдань України, у т. ч. з огляду на боргові «практики», представлені вище.

Насамперед звернемо увагу, що до середини 2000-х рр. Україна мала позитивне сальдо зовнішньої торгівлі (експорт товарів і послуг перевищував їх імпорт), а також позитивну різницю між заощадженнями та інвестиціями (за класифікацією Держстату — валовим нагромадженням) (діаграма «Заощадження і валове нагромадження»). Ці ж роки (з 2000 р. до ГФК 2008 р.) характеризуються високим економічним зростанням (середньорічне зростання у той період перевищувало 7%).



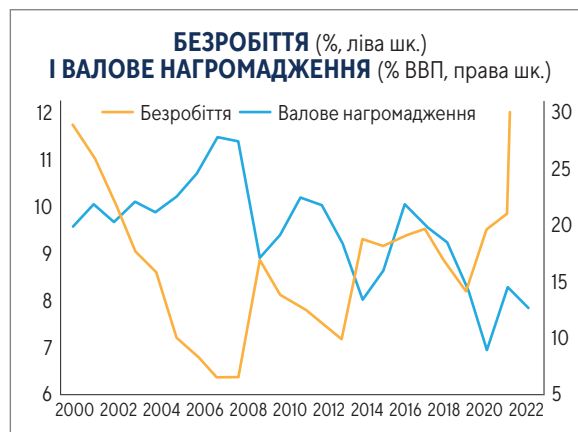
²³ На початку серпня 2023 р. Президент США підписав розпорядження про заборону нових американських інвестицій в ключові технологічні галузі (executive order banning new American investment in key technology industries), які можуть бути використані для посилення військового потенціалу Пекіна. — Baker P., et al. Biden Orders Ban on New Investments in China's Sensitive High-Tech Industries. — *The New York Times*, https://www.nytimes.com/2023/08/09/us/politics/biden-ban-china-investment.html?action=click&pgtype=Article&state=default&module=styln-us-china&variant=show®ion=MAIN_CONTENT_1&block=storyline_top_links_recirc.

СКЛАДОВІ РАХУНКУ ПОТОЧНИХ ОПЕРАЦІЙ, \$ млрд					
	2018	2019	2020	2021	2022
Рахунок поточних операцій	-6,4	-4,1	5,3	-3,9	7,9
Баланс товарів та послуг	-11,4	-12,5	-2,4	-2,7	-25,7
Баланс первинних доходів	1,3	1,9	3,5	-5,8	8,3
Баланс вторинних доходів	3,7	6,5	4,1	4,6	25,2

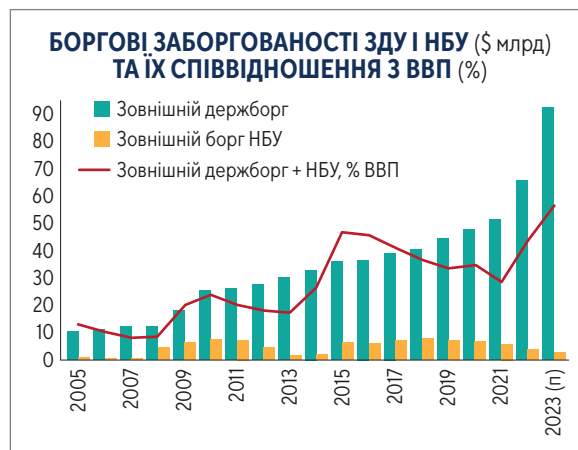
Наступні роки характеризуються як зниженням заощаджень, так і інвестицій (і проявами періодичних кризових епізодів). Вкрай низький рівень заощаджень (а у 2022 р. він мав навіть негативне значення, тобто країна поглинала сформовані раніше запаси) означає, що зовнішньоторговельне сальдо також є негативним і потребує ресурсів на фінансування. Поки існує партнерська допомога, виникаючі ризики вдається нейтралізувати (таблиця «Складові рахунку поточних операцій»). Однак для стійкого довгострокового збалансованого розвитку, така структура зумовлює високі дестабілізаційні ризики, які важко нейтралізувати, оскільки в умовах низького добробуту і недофінансування підприємств не слід очікувати подальшого скорочення споживчих чи інвестиційних витрат.

Високі дестабілізаційні ризики також пов'язані з тим, що в Україні вкрай помалу може зростати пропозиція праці, особливо кваліфікованої, з утворенням високої доданої вартості — в країні вже утворилися досить стійкі зв'язки між безробіттям та інвестиціями (валовим нагромадженням) (діаграма «Безробіття і валове нагромадження»). Звичайно, високе безробіття не зможе формувати умови для домогосподарства змушені будуть використовувати на споживання. Втім, прискорене відновлення (за допомогою партнерів) формуватиме значимий попит на кваліфіковану працю, що посилить стимули заощаджень.

Як не видається дивним, проте нинішня загальна структура зовнішніх боргів України вказує на, хоча й слабку, макроекономічну стійкість. Так, на кінець 2023 р. державний борг (борг органів загальнодержавного



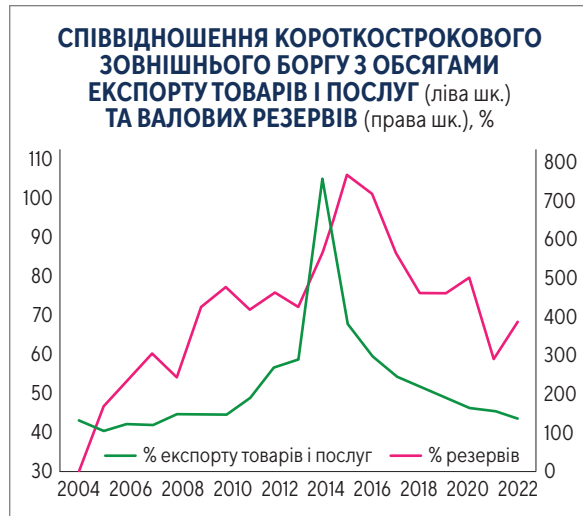
управління, ЗДУ), напевне, складе \$90–92 млрд (на кінець 2022 р. було \$65 млрд), заборгованості НБУ перед МВФ залишаться без помітних змін, а разом борг Уряду і НБУ складатиме 55–57% ВВП (діаграма «Боргові заборгованості ЗДУ і НБУ та їх співвідношення з ВВП»), що за нинішніх умов не є надзвичайно ризиковим показником²⁴.



Між тим, небезпечною характеристикою зовнішньоборгової позиції України, є досить **високий рівень боргів** (державного і приватного) **короткострокового характеру** (короткострокових за формуванням або довгострокових, за якими в поточному році добігає термін погашення). Останніми роками ризики, пов'язані з короткостроковими зовнішніми боргами дещо ослабли (діаграма «Співвідношення короткострокового зовнішнього боргу...»), країні вдалося уникнути формування дорогої в обслуговуванні короткострокової боргової піраміди — сьогодні короткостроковий борг приблизно дорівнює обсягу валютних резервів країни, що вважається задовільним показником

²⁴ Підкреслимо, це стане можливим лише за умови продовження партнерської підтримки провідних демократичних країн.

(хоча ще недавно перевищував обсяг резервів у кілька разів, чим, звичайно, формував негативні очікування девальваційного обвалу національної валюти).



Звернемо увагу, у період першої російської навали, 2014-2015 рр., Україна дійсно стояла на межі дефолту і банкрутства. Так, у 2014 р. короткостроковий борг складав \$56,6 млрд, натомість резерви на кінець року – \$7,5 млрд. І лише вчасна реструктуризація (можливо, на не найкращих умовах) врятувала країну від світової ганьби (нагадаємо, на той час, хоча було багато слів сказано про «стурбованість» західного світу, проте вкрай мало практичної допомоги надходило до країни на протидію агресору²⁵).

Які ж **висновки для України** можна зробити з наведеного аналізу.

(1). Насамперед зазначимо, що лише структурні зміни вітчизняної економіки можуть сформувати ресурси, які дозволять країні утворити базис соціально-економічного розвитку, який базується на **високодинамічному економічному зростанні**. Нарощування доданої вартості випереджаючими (порівняно з інфляційними) темпами створюватиме умови як для відновлення споживчих витрат (і підтримки поточного

рівня добробуту), так і зростання внутрішніх заощаджень. Звичайно, в умовах війни і повоєнної розрухи очікувати збільшення заощаджень не виглядає легко досяжним (домогосподарствам з низькими доходами не доречно агітувати за скорочення споживчих витрат чи відтермінування придбання нагального для відновлення життєдіяльності домогосподарств).

Тому доречним є максимально можливе послаблення податкового та адміністративного тиску на малий і середній бізнес, особливо той, у якому створюються найнеобхідніші для домогосподарств товари і послуги. Це певним чином суперечить вимогам МВФ, який наполягає на прискореному поверненню до довоєнної фіскальної структури. Однак водночас це лише підкреслює необхідність активної позиції України у переговорах з Міжнародними фінансовими інститутами у частині стимулювання економічної активності.

Підкреслимо, недопущення посилення фіскального тиску на економічних агентів, з одного боку, надасть домогосподарствам відчуття впевненості у можливостях відносної нормалізації життєвого простору, з іншого – сприятиме наповненню національних ринків, що зменшить потреби в імпорті, і, своєю чергою, матиме позитивний вплив на макроекономічну структуру та економічну динаміку.

(2). Критично важливим напрямом діяльності влади для результативності відновлення країни постає **створення продуктивних і технологічних робочих місць**, що призводитиме до економічного прискорення, генеруватиме зростаючий попит на трудові ресурси, сприятиме підвищенню вартості робочої сили (зарплати), збільшуватиме ресурси у розпорядженні підприємств і домогосподарств, а з тим – з'явиться «надлишкова» частка ресурсів, яка поповнюватиме заощадження, зменшуючи при цьому ресурси, які потрібно позичати для інвестування.

²⁵ Сьогодні також є певні сфери, які мають характер лише західної стурбованості. Йдеться про можливість і необхідність використання для відбудови країни заморожених активів Росії та підсанкційних російських олігархів. Див., зокрема: Репко М. та ін. Управління державним боргом України під час війни та післявоєнний період. – Центр економічної стратегії, <https://ces.org.ua/management-of-the-ukrainian-public-debt/>; Вінокуров Я. та ін. Заморожені російські активи можуть працювати на Україну вже сьогодні. Як це зробити? – Економічна правда, <https://www.epravda.com.ua/publications/2023/08/21/703410/>.

При всій привабливості такого напрямку дій, рішення європейських інститутів, навіть якщо потенційно будуть на користь України, потребуватимуть десятки років на формальне оформлення і впровадження. Навряд чи Україна зможе стільки чекати.

Для цього Уряд має спростити умови входження до України інвесторів з партнерських країн, у т. ч. мінімізувати умови приватизаційних конкурсів. Недієздатні інструменти на кшталт «приватизаційних нянь» мають зникнути з вітчизняного ділового поля.

(3). Уряд у повоєнній відбудові має турбуватися про вирішення **двоєдиного завдання** — забезпечення **високих темпів зростання**, а також виражену **вартість нових запозичень**. Для того, щоб борговий тягар мав тенденцію до зниження, потрібно, щоб реальна ставка за кредитами (доступними для економічних агентів) була нижчою, ніж (середньострокові) темпи зростання реального ВВП. Тоді навіть в умовах збільшення обсягу боргу, навантаження на економіку (борг/вироблюваний ВВП) зменшуватиметься, що, своєю чергою, слугуватиме макроекономічному збалансуванню.

(4). Важливим напрямом зменшення боргових ризиків є **зовнішньоекономічна сфера**, насамперед у частині покращення структури торгівлі, переходу до технологічності, а також продукції, яка завжди має високу вартість. Насамперед йдеться про виробництво (у партнерстві з провідними розвинутими країнами-членами НАТО) та експорт зброї, яку Україна зможе застосовувати для власного захисту, а також отримувати валютні вигоди від продажу (високоліквідної продукції). Високий попит на українські вироби забезпечуватиметься тим, що українські вироби проходитимуть польові випробування у реальних умовах.

Більше того, виробництво технологічної зброї формуватиме потреби у професіях і спеціальностях, а відтак — і робочій силі, яка зможе працювати на таких (дорогих) виробництвах. Оскільки сучасна зброя, як правило, є високотехнологічною, то цим

забезпечуватиметься структурне оновлення ринків робочої сили.

(5). Певний ресурсний запас (у частині державних фінансів) пов'язаний з **пільгами окремим підприємствам чи галузям**, що у довоєнний період було дійсно джерелом, але не суспільного добробуту, а корупційної ренти. Йдеться про послідовне систематизоване проведення аудиту (у співпраці з міжнародними аудиторськими компаніями) всіх суб'єктів господарювання, що користуються державними пільгами (прямими та опосередкованими) на предмет відповідності способу використання пільг чи коштів, заощаджених від пільг. Хоча за обсягами ресурси, «заощаджені» шляхом впорядкування пільг, можливо, не матимуть вирішального впливу на структуру державних фінансів, проте виявлятимуть високу інституційну значимість — демонструватимуть готовність влади до належного державного врядування і впорядкування господарських механізмів.

(6). Україна повинна **прискіпливо і розбірливо вибирати країни та інститути**, які зможуть стати довгостроковими партнерами і кредиторами. До таких партнерських країн безумовно належать ті з них, хто упродовж років боротьби країни за свободу і незалежність завжди підтримували українські інтереси у військовій, економічній, дипломатичній сферах.

Країна **не повинна піддаватись спокусі** «швидких» «компромісних» рішень тих країн-«миротворців», які безпосередньо чи опосередковано підтримують широкі контакти з країною-агресором або впроваджують заходи політики, які суперечать національним інтересам України, або (в умовах поляризації світової спільноти) не враховують геополітичні та гео економічні інтереси країн стратегічних партнерів України.