

Український центр економічних і політичних
досліджень імені Олександра Разумкова

**Виклики і ризики розгортання
кризових процесів в Україні
та напрями економічної політики
їх запобігання**

Київ 2017

Виклики і ризики розгортання кризових процесів в Україні та напрями економічної політики їх запобігання. / *Наук. ред. В.Юрчишин.* – Київ: Заповіт, 2017. – 156 с.

ISBN 978-966-2050-04-02

*Публікація здійснена за підтримки
Представництва Фонду Ганса Зайделя у м. Києві, Україна*

Думки та твердження, висловлені в цьому виданні, не обов'язково відбивають позицію чи схвалюються Фондом.

Постійна електронна адреса: http://razumkov.org.ua/uploads/article/2017_vuklyky_ryzyky.pdf

978-966-2050-04-02

© Центр Разумкова, 2017
© Видавництво «Заповіт», 2017

Бібліотека Центру Разумкова. Серія «Дискусії про економічний розвиток»

Передмова

Пошук напрямів протидії кризовим процесам у сучасному глобалізованому світі, а також впровадження сучасних інструментів сприяння позитивній економічній динаміці, є особливо важливим завданням для висхідних країн. Ситуація в Україні ускладнюється тим, що упродовж останніх років відбулося кілька економічних і фінансових шоків, які завдали значних втрат економіці країни і добробуту населення. І сьогодні країна, ще не оговтавшись від втрат попередніх років, змушена активно вишукувати раціональні рішення протидії новим ризикам і викликам.

Слід підкреслити, що Україна вже стала невід'ємною складовою світового господарства, тому й складні завдання реформувань має вирішувати під впливом і з урахуванням міжнародних викликів. Низка макроекономічних та інституційних чинників і складових (у т.ч. зовнішніх, не залежних від України) вказує на вірогідне посилення негативного тиску на стабілізаційні процеси в країні.

Такий тиск може проявитись і активізуватись в країні у політично складному 2019р., в якому мають відбутися вибори Президента та Парламенту, формування нового Уряду тощо. Більше того, у вказаний період Україна має здійснити значні виплати за зовнішніми реструктуризованими боргами, що, в умовах низької економічної динаміки і слабкої інституційної спроможності реформувань, може поставити під сумнів досягнення стійких рівнів економічного зростання і розвитку.

Значна частина ризиків та викликів проявляється насамперед у динаміці платіжного балансу, погіршенні інвестиційної позиції країни, валютних втратах. Акцентація ж саме на складових платіжного балансу і боргових позиціях України дозволяє точніше виявити «вузькі місця» в економічному середовищі країни, оцінити напрями та рівень результативності та ефективності економічної політики.

Дослідженню ризиків та викликів, у т.ч. глобального рівня, пов'язаних із зовнішньоекономічним балансом України, а з тим і впровадженням раціональних напрямів економічної політики, спрямованих на обмеження негативних впливів, й присвячена ця публікація, в якій також представлені позиції (у форматі авторських статей, у т.ч. дискусійного характеру) провідних вітчизняних фахівців.

Наприкінці подані результати опитування соціологічної служби Центру Разумкова громадян України стосовно їх бачення коротко- і середньострокових перспектив економічного розвитку.

А.Рачок,

*Генеральний директор Центру Разумкова
19 квітня 2017р.*

Виклики і ризики розгортання кризових процесів в Україні та напрями економічної політики їх запобігання

Зміст

Василь Юрчишин . Зовнішньоекономічні дисбаланси України як фактор-виклик 2019. <i>Аналітична доповідь</i>	5
Вступ: глобальний контекст для України	5
1. Оновлення світових економічних тенденцій	7
2. Зовнішні впливи на макроекономічне збалансування	26
3. У пошуку зовнішньоторгової стійкості	47
Висновки і рекомендації економічної політики	64
Conclusions and recommendations for the economic policy	69
 Статті	
Станіслав Аржевітін . Виклики та загрози моделі формування міжнародних резервів за програмою співпраці України з МВФ	74
Анатолій Баронін . Вплив військових конфліктів на потоки капіталу, ВВП, боргові зобов'язання, валютні, споживчі та торговельні показники	82
Анатолій Дробязко , Олександр Любіч , Андрій Свистун . Банки з державним капіталом як інструмент прискорення економічного розвитку держави	93
Сергій Кораблін . Платіжний баланс України та ціни на сировину	100
Геннадій Рябцев . Зовнішні і внутрішні ризики розвитку національної економіки у коротко- й середньостроковому періодах	110
Віталій Шапран . Економічна модель ризиків кризових процесів в Україні та заходи макроекономічної стабілізації	119
Олександр Шаров . Передчуття валютної війни	129
 Результати соціологічного опитування	
Михайло Мищенко . Оцінки економічного становища країни, перспектив його розвитку та еміграційні настрої громадян України	144

Searching for ways to overcome crisis processes in the globalized world, as well as implementation of comprehensive instruments to facilitate positive economic dynamics, is an especially important task for emerging countries. The situation in Ukraine is complicated by the fact that in recent years several economic and financial shocks have been observed, which caused significant losses for the economy and the welfare. Moreover, a number of macroeconomic and institutional factors (including external, not controlled by Ukraine) indicate the likelihood of increased negative pressure on stabilization processes in the country.

Much risks and challenges are primarily manifested in the balance of payments, declining investment position, international reserves losses etc. Accentuating the components of the balance of payments and debt positions of Ukraine allows to more accurately identify the tight spots in the country's economic environment, estimate the reasonable directions of economic policy, as well as its effectiveness and efficiency.

This publication is dedicated to the topics of analyzing the risks and challenges, including on the global level, related to Ukraine's trade balance, along with implementation of sustainable economic policies aimed to restrict adverse influences for the growth and development.

Separate papers of top Ukrainian experts related to the topic are also presented.

Зовнішньоекономічні дисбаланси України як фактор-виклик 2019

Василь Юрчишин,

директор економічних програм Центру Разумкова

Вступ: глобальний контекст для України

Останній рік характеризується значними різноманітними і суперечливими процесами у світовій геоекономічній системі, які часто вимагають перегляду або оновленого звернення до інструментів економічної політики, спрямованої як на зміцнення поточного стану, так і забезпечення стійкого довгострокового зростання і розвитку, як окремих країн, так і світової економіки в цілому.

Пошук напрямів протидії кризовим процесам, а також впровадження сучасних інструментів сприяння позитивній економічній динаміці особливо ускладнюється для висхідних (*emerging and developing*) країн (у т.ч. України), в яких ще не сформували і не утвердили макроекономічні та інституційні основи власного розвитку та активного включення у світові та регіональні інтеграційні об'єднання.

Серед великої кількості процесів, викликів і ризиків, які сьогодні формуються у світовій економіці і мають значний вплив на економічне середовище України у коротко- та середньостроковій перспективі, слід виокремити ті, внаслідок дії яких чи протидії яким утворюються нові світогосподарські взаємозв'язки, що, водночас, визначатимуть і нові напрями стабілізаційної політики і політики економічного зростання. Зокрема, йдеться про:

- **зміни у світовій економіці**, зумовлені задекларованими намірами нової Адміністрації Президента США фіскального стимулювання та реіндустріалізації національної економіки, а також започаткуванням процесу виходу Великої Британії з Європейського співтовариства, наслідком чого може стати суттєвий **глобальний перерозподіл ділової активності** і формування ланцюгів доданої вартості;
- **різноспрямовані інтеграційні наміри** та кроки – насамперед, рішення США про вихід із Транстихоокеанського партнерства, яке практично співпало у часі з набуттям чинності першої багатосторонньої угоди в рамках Світової організації торгівлі (СОТ), спрямованої на лібералізацію глобальної торгівлі;
- зміни у глобальних потоках товарів і капіталів, пов'язаних із запровадженням певних протекціоністських обмежень (США) і **формуванням нових торговельно-економічних утворень**, а також посилення впливу умов торгівлі на виробничий і експортний потенціал країн, насамперед, висхідних (Китай та інших успішних країн);
- **складнощі** подальшого зміцнення економічного потенціалу **європейських країн** (у т.ч. Центральної та Східної Європи), зумовлені **послабленням інтеграційних процесів у ЄС** і необхідними суперечливими заходами монетарного та фіскального збалансування;

- **трансформації** на валютних, споживчих і сировинних ринках, які вимагатимуть пошуку **нових конкурентних ніш** та застосування оновлених інструментів підтримки та сприяння економічному зростанню для збереження чинників і складових стійкого розвитку;
- протидію посиленню боргових навантажень, **пошук і доступ до надійних джерел фінансування** для уникнення фінансових криз та дефолтів висхідних країн.

Вочевидь, вказаний перелік не є вичерпним¹. Водночас, зважаючи, що головним предметом нашої уваги була й залишається Україна, в цьому дослідженні головна увага й буде зосереджена на пошуку прийнятних рішень і напрямів дій економічної політики у вказаних сферах (в контексті викликів для країни), оскільки навколо них вже сьогодні сконцентровані значні проблемні питання, відповіді на які можуть стати основою раціональних антикризових дій.

На жаль, слід констатувати, що **несприятливі зовнішні виклики** (насамперед, продовження російської агресії на Сході України), поширення і **поглиблення внутрішніх протистоянь** між провідними політичними силами (які мали б стати осередками вироблення виваженої результативної економічної політики), слабкість антикорупційних заходів – поки **не дозволили Україні стати взірцем** трансформаційних реформувань, утвердитись у якості сучасної конкурентоспроможної країни².

Звичайно, є підстави стверджувати, що упродовж 2016р.-початку 2017р. **позитивні зміни все ж відбувалися**. Так, Україна започаткувала висхідний тренд реального сектору (хоча й досить слабкий і суперечливий), продовжила співпрацю з МВФ та іншими міжнародними фінансовими інститутами (хоча й обмеженого характеру), поповнила валютні резерви (зменшивши девальваційні ризики), позбулася політизованої залежності від російських ринків. Проте сьогодні, не зменшуючи уваги до поточного розвитку і зміцнення, водночас, слід вести мову про **убезпечення країни від появи і дії нових негативних економічних чинників** і складових, які можуть перекреслити позитивні здобутки вже найближчого часу.

Насамперед, звернемо увагу на перманентність кризових виявів упродовж років незалежності³. Так, після виходу у 2000р. з довготривалої кризи (близько 10 років), в якій опинилась Україна після розпаду СРСР, країна мала (у кращому випадку) лише середньострокові безкризові періоди. Однак, кризові процеси, *по-перше*, переслідували країну кожні 4-5 років, *по-друге* – відбувалось подовження їх тривалості (таблиця «*Періодичність кризовий шоків в Україні*»). Не викликає сумніву, що така «традиція» має бути розірвана.

¹ Докладніше про глобальні ринки див.: Global Risks Report 2017. – <http://reports.weforum.org/global-risks-2017/>.

² Зокрема, див.: Якименко Ю. та ін. Україна 2016-2017: ознаки прогресу та симптоми розчарування (аналітичні оцінки). – К.: Центр Разумкова, 2017, 48с.

³ Докладніше див. статтю В. Шапрана «Економічна модель ризиків кризових процесів в Україні та заходи макроекономічної стабілізації», розміщену в цьому виданні.

Хоча кожний з **кризових періодів** мав свої особливості, проте всім **притаманні і спільні риси:**

- посилення політичної напруги і політичних протистоянь, що призводило до зміни політичної «еліти»;
- стрімке падіння (понад 6%) реального ВВП (крім 2004р.), насамперед, в частині промислового виробництва;
- втрата інвестиційної складової та інвестиційного потенціалу (різке скорочення інвестицій у структурі ВВП), а також інвестиційної і ділової привабливості українського економічного середовища;
- погіршення зовнішньоекономічного сектору – зростання торговельних дефіцитів, втрата резервів, девальвація національної грошової одиниці тощо.

Періодичність кризових шоків в Україні

Рік	Період	Тривалість, місяців
1999/2000	Завершення пострадянської кризи	
2004-2005	Вересень 2004 – лютий 2005	5-6
2008-2009	Серпень 2008 – вересень 2009	12-13
2013-2015	Жовтень 2013 – вересень 2015	24-25
2019 ?	...	

Нинішні політичні та економічні тенденції засвідчують те, що вказана **низка передкризових чинників може проявитись і активізуватись у період 2019-2020рр.**, в якому мають відбутися вибори Президента та до Верховної Ради, формування нового Уряду та програми його діяльності тощо. Більше того, це є періодом значних виплат за зовнішніми реструктуризованими боргами, що вже сьогодні формує високі ризики⁴, яких країна мусить уникнути найближчим часом⁵.

1. Оновлення світових економічних тенденцій

Економічне зростання. Характерними особливостями докризового періоду (до 2008р.) були стійке помірне зростання розвинутих країн і висока економічна динаміка висхідних країн, основою якої слугувала експортна експансія саме висхідних країн на високопоглинаючі ринки розвинутих країн. Останніми ж роками **різниця між темпами економічного зростання** висхідних країн і розвинутих **поступово зменшувалася**, що було віддзеркаленням складних процесів глобального економічного відновлення. Так, якщо напередодні глобальної кризи вказана різниця сягала 5-6 процентних пунктів (п.п.), то у 2014-2015рр. вона скоротилась до 1,9-2,5 п.п. (таблиця «Зростання реального глобального ВВП та обсягів світової торгівлі»)⁶. Що нібито могло

⁴ Див., зокрема, статтю Г.Рябцева «Зовнішні і внутрішні ризики розвитку національної економіки у коротко- й середньостроковому періодах», розміщену в цьому виданні.

⁵ По суті, Україна має лише 1,5-2 «деполітизованих» роки, оскільки вже з другої половини 2018р. (разом з розглядом і ухваленням держбюджету на 2019р.) відновиться агресивна політизація економічної і соціальної політики.

⁶ World Economic Outlook Reports (різні випуски). – <http://www.imf.org/>. [WEO].

засвідчувати певне вичерпання потенціалу прискореного розвитку висхідних країн (насамперед, Китаю)⁷.

Однак, у 2016-2017рр. різниця у темпах зростання (розвинутих і висхідних країн) знову проявила потенціал до збільшення. Поки не можна стверджувати, що для висхідних країн з'явилися нові стимули і складові зростання (розвинуті ринки поки не повернулися до докризового рівня поглинання). Проте не виключено, що вже **успішні висхідні країни починають займати нішу глобальних економічних прискорювачів** (зокрема, Китай за рахунок прискореного розвитку своїх західних територій).

Подібними, однак ще більш відчутними, є **зміни у світовій торгівлі**. До останнього часу темпи нарощування експорту висхідних країн помітно перевищували темпи зростання експорту розвинутих країн (що й відбивало динаміку вказаної вище експортної експансії). Однак у 2014-2015рр. розширення експорту розвинутих країн вже перевищувало таке розширення висхідних країн. Попередні результати 2016-2017рр. вказують на повернення до «звичних» тенденцій випереджаючого нарощування експорту висхідних країн, що цілком узгоджується з наведеною вище динамікою зростання реального ВВП.

Зростання реального глобального ВВП та обсягів світової торгівлі, %

		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016(o)	2017(n)
Реальний ВВП									
	розвинуті	3,1	1,7	1,2	1,2	1,9	2,1	1,6	1,8
	висхідні	7,5	6,3	5,3	5,0	4,6	4,0	4,2	4,6
Обсяги експорту									
	розвинуті	12,0	5,9	2,3	3,2	3,8	3,6	1,8	3,5
	висхідні	13,6	9,0	3,8	4,5	3,5	1,3	2,9	3,6

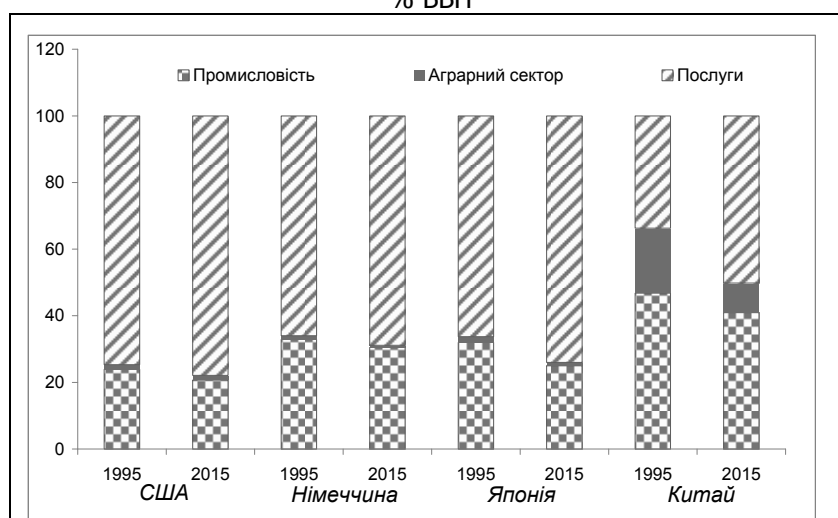
Так чи інакше, є підстави стверджувати, що продовжується поступове **формування нової структури макроекономічного та конкурентного середовища**, що проявляється через зростання значимості економік висхідних країн, а з тим – посилення впливу висхідних економік на динаміку глобальних економічних процесів.

Однак, нова структура вимагає і **нової якості глобальних інститутів** (правил гри), що провокує нові додаткові ризики. Проте, вказане економічне зростання містить у собі і певну суперечність, оскільки поки не підтримане належним інституційним і фінансовим забезпеченням – **висхідні країни залишаються значною мірою залежними від технологічних, інноваційних, фінансових ресурсів розвинутих країн**. Тому джерелом системних змін у світовій економіці поки переважно залишаються найбільші розвинуті країни (та їх союзи) – США, Велика Британія, ЄС, Японія тощо.

⁷ Див., зокрема: Перспективи виходу України на ринки висхідних країн. – Київ, 2015, 116с.

Структура ВВП. Звичайно, структура сучасної світової економіки, утворення нових ланцюгів доданої вартості, розподіл і перерозподіл політичних і економічних впливів – мають безпосередній вплив на глобальні економічні потоки загалом. Структура **формування доданої вартості** в економіках найбільших розвинутих країн упродовж останніх 20 років змінилась «зрозумілим» чином. Так, у США, Німеччині (й інших провідних європейських країнах), Японії зросла частка послуг за рахунок відповідного зменшення частки промисловості (діаграма «*Структура формування ВВП найбільших розвинутих країн*»⁸). І сьогодні частка послуг у структурі ВВП складає від 70% (Німеччина) до 78% (США). Частка ж аграрного сектору є незначною для вказаних країн – від 0,6% ВВП у Німеччині до 1,4% ВВП у США.

Структура формування ВВП найбільших розвинутих країн,
% ВВП



Вагомішими виявилися зміни у структурі ВВП найбільших висхідних країн, насамперед Китаю. Так, для країни зміни відбулися, насамперед, за рахунок стрімкого зростання частки послуг, яка за два десятиріччя зросла з 33,7% ВВП до 50,2% ВВП. При цьому, частка промисловості знизилась на 6 п.п. (до 40,9% ВВП), а аграрного сектору – майже на 11 п.п. (до 8,9% ВВП).

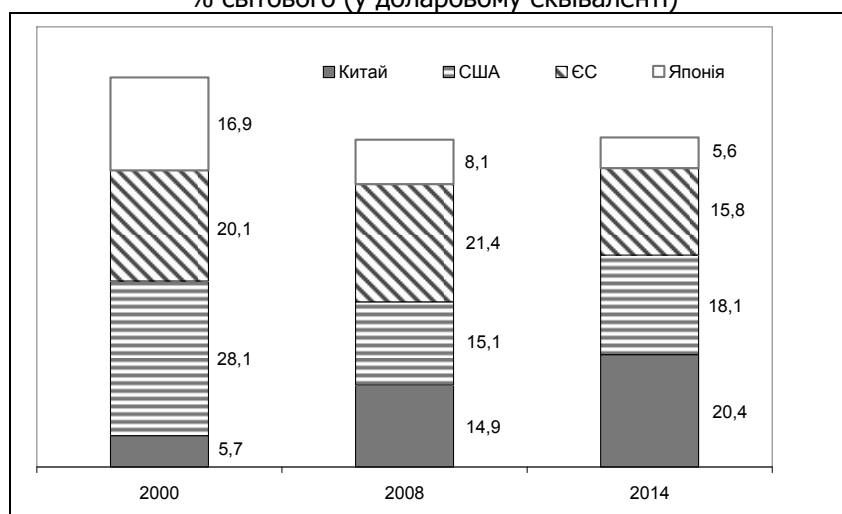
Звичайно, економічна динаміка і структура формування доданої вартості мають безпосередній вплив не лише на поточний рівень споживання та інвестицій, але й визначають загалом структуру ВВП за категоріями кінцевого використання, а з тим – вказують на коротко- та середньострокові перспективи стійкості і розвитку економіки країни. В цій частині взаємозв'язок і взаємовплив споживання та заощаджень (які і є джерелом інвестицій) проявляється найбільш чітко.

Найближчими роками можуть відбутись суттєві **зміни у структурі світових заощаджень** (як також можуть слугувати складовою наповнення міжнародних резервів). Упродовж останніх десятиліть розвинуті країни розширювали споживання, звісно знижуючи заощадження. Успішні ж висхідні країни, у т.ч. внаслідок низьких

⁸ У цьому розділі, якщо не вказано інше, використані дані представлені у *World Bank Indicators*. – <http://data.worldbank.org/indicator>. [WBI].

заробітних плат і низької купівельної спроможності населення, часто мали високі рівні заощаджень (найбільш характерно для азійських країн). При цьому, з одного боку, зростали дисбаланси (надмірне споживання розвинутих країн vs надмірне заощадження висхідних країн), з іншого – висхідні країни вкладали значні ресурси у фінансові ринки розвинутих країн (як стійких і надійних), провокуючи подальше загострення дисбалансів. Відтак, участь розвинутих країн у глобальних заощадженнях зменшувалась, натомість зростала значимість успішних висхідних, насамперед, Китаю (діаграма «Заощадження у найкрупніших економіках»).

**Заощадження у найкрупніших економіках,
% світового (у доларовому еквіваленті)**



Зараз ситуація змінюється. *По-перше*, у кризовий період виявилось, що **фінансові ринки розвинутих країн не такі вже й міцні**. І навіть більше, таким ринкам не вдається уникнути періодичних потрясінь і навіть воєн, у т.ч. валютних протистоянь країн⁹. Також не достатньо збалансованими є державні фінанси розвинутих країн (які часто розглядались як ледь не взірцеві), хоча на приборкання кризових процесів центральні банки надавали урядам безпрецедентну підтримку.

По-друге, **зростання середнього класу в успішних висхідних країнах означає й значне розширення споживання**. А зміцніла економіка та нові інтеграційні утворення зменшують значимість «традиційних» валютних резервів. Тому сьогодні висхідні економіки дедалі менше залежать від розвинутих (хоча фінансова залежність залишається значною), і дедалі частіше висхідні країни запроваджують власні заходи політики для зростання внутрішніх ринків (і споживання), у т.ч. за рахунок зменшення частки заощаджень (та інвестицій) у структурі ВВП.

Стосовно перспектив розвитку світової економіки та структури ВВП, вкажемо, що найближчими роками, у т.ч. зважаючи на відносно невисокі темпи економічного зростання в багатьох країнах, **у структурі**

⁹ Докладніше див. статтю О.Шарова «Передчуття валютної війни», розміщену в цьому виданні.

формування глобального ВВП навряд чи відбудуться суттєві зміни. Тому можна стверджувати, що:

- навіть у середньостроковій перспективі **не відбудеться** суттєвого підвищення значимості промислового виробництва в економіці США (на що, як задекларовано, мають спрямовуватись ініціативи нового Президента США)¹⁰;
- структура глобальних товарних потоків, вірогідно, продовжуватиме визначатись азійськими виробниками і ринками, за яких посилюватиметься як значимість великих країн (Китаю, Індії), так і динамічних країн Перської затоки і Південно-Східної Азії;
- фінансові потоки, враховуючи їх інерційність, не зможуть швидко переорієнтуватись на нові фінансові центри. Навіть у випадку певного послаблення фінансової значимості Великої Британії (хоча таке послаблення й очікується) поки інші європейські та азійські центри ще не в змозі зайняти реальну нішу нових фінансових центрів (ще повинні довести власну історичну значимість);
- зважаючи на очікувані вищі темпи економічного зростання США (порівняно з головними країнами ЄС та Японії), а також посилення монетарної політики Федерального резерву (в частині підвищення процентної ставки випереджаючими темпами порівняно із динамікою Європейського центрального банку (ЄЦБ), Банку Японії) є підстави вказувати на продовження зміцнення долара на світових ринках (врізка «Сильний долар – «порятунок» для Європи?»).

СИЛЬНИЙ ДОЛАР – «ПОРЯТУНОК» ДЛЯ ЄВРОПИ?

Поки не відомо, якої валютної політики (сильний чи слабкий долар) у довгостроковій перспективі дотримуватиметься США. Зрозуміло, що нинішнє керівництво Федерального резерву продовжуватиме послідовне поступове підвищення процентної ставки, принаймні до початку 2018р. (термін повноважень чинного Голови). Що, звичайно, означатиме посилення долара, а з тим і покращення конкурентних умов для партнерських країн (насамперед, ЄС) для розширення їх експорту до США і, своєю чергою, зміцнюватиме відповідні економіки.

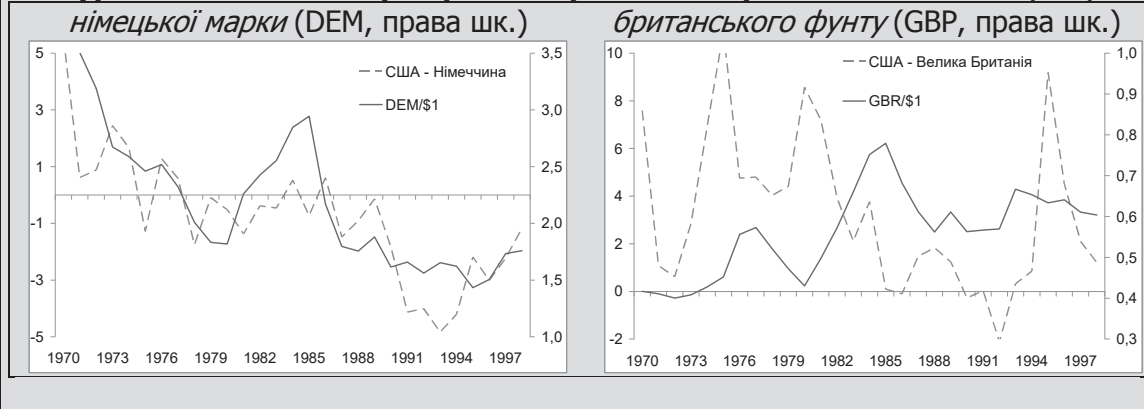
Звичайно, процеси подібні нинішній ситуації вже відбувалися, а процентна політика мала і має безпосередній вплив і на динаміку валютних курсів і приплив капіталів, що чітко проявлялось для розвинутих економік з вільним курсоутворенням. Так, у період відмови від золотого стандарту, а також «рейганоміки» (1980-і роки) ставки США у більшості випадків підтримувались на вищому рівні (порівняно з європейськими країнами), що слугувало політичним інструментом активної підтримки припливу капіталів (поряд зі зміцненням долара) (діаграма «Курс валюти до долара і різниця реальних процентних ставок»).

Водночас, процентна політика Великої Британії не виявляла такого ж помітного впливу на курс фунта ні відносно долара, ні марки, що є наслідком необхідності «балансування» (у т.ч. через курсові механізми) товаропотоків між

¹⁰ ... у т.ч. внаслідок очікуваного зміцнення долара (як результат, також задекларованого фіскального стимулювання).

американськими і європейськими ринками. Зазначимо, що таке «балансування» формувало додаткові валютні ризики, що й знайшло підтвердження у розширенні спекулятивних атак проти фунту, а з тим – виходу у 1992р. британської валюти з механізму «валютної змії» спільного коливання валют.

Курс валюти до долара і різниця реальних процентних ставок (п.п.)



Серед розмаїття геоекономічних процесів виокремимо трійку, пов'язану з глобальними економічними центрами, вплив яких виявиться системним для переважної більшості країн (у т.ч. для України).

Нова економічна політика США. Серед чинників глобального впливу чи не найважливіша роль належить новій економічній політиці США, спрямованій на сприяння і розвиток національної економіки шляхом посилення фіскального стимулювання, а також продовженню підвищення центральним банком (Федеральним резервом) процентної ставки.

Так, Президентом США ініційовані системні фіскальні зміни, які матимуть коротко- і середньостроковий вияв. Насамперед, **в рамках фіскальної реформи** йдеться про значне зниження граничних ставок на доходи фізичних осіб, зниження корпоративних податків (у т.ч. з метою підтримки інвестування), розширення фінансування великих інфраструктурних проектів, а також широкі заходи дерегуляції. Вказане фіскальне послаблення очікується призведе до стійкого зростання курсів акцій і зміцнення долара (з початку 2017р. цей процес вже набув відповідної тенденції)¹¹.

Водночас, хоча процес підвищення (короткострокових) процентної ставки є повільний (у 2017р. можна очікувати зростання базової ставки США до рівня не вище 1,5%¹²), проте послідовно зростаюча динаміка навряд чи

¹¹ Фархи Э. Как повлияет на доллар налоговая реформа Трампа. – <http://www.liga.net/opinion/>.

Слід зазначити, що перші місяці діяльності нового Президента США дійсно вселяють значний оптимізм стосовно розвитку країни. Так, вже наприкінці лютого 2017р., після першого виступу Президента у Конгресі Індекс ділової активності *Dow Jones Index* вийшов на історичний максимум, перевищивши 21 000 пунктів (значною мірою завдяки зростанню і позитивним очікуванням банківського сектору).

¹² 15 березня 2017р. Федеральна резервна система США підвищила ключову ставку федеральних фондів до рівня 0,75-1,0%.

буде змінена (при тому, що ЄЦБ і Банк Японії продовжуватимуть політику близької до нульової процентної ставки)¹³.

Таке поєднання монетарних і фінансових заходів, очікується, призведе до прискорення економічного зростання США, суттєвих змін на американських і світових фінансових ринках¹⁴. Це певним чином може стримувати розширення експорту, проте додатковий притік капіталів (насамперед, американських корпорацій, які виробничі процеси переважно розміщують за кордоном) повинен також прискорити структурні та інноваційні зміни, що й надалі підтримувати належну конкурентоспроможність американської економіки. Більше того, очікуване послаблення валют висхідних країн може прискорити також відтік з них і портфельних інвестицій (у т.ч. з ринків внутрішніх запозичень), що послабить в таких країнах стабілізаційні чинники (зокрема, Мексики, Туреччини)¹⁵.

Слід, однак, зазначити, що дієвість ініційованих заходів у США не буде швидкою, радше матиме середньостроковий вияв. Так, якщо зниження оподаткування фізичних осіб, вірогідно, зможе бути запроваджене вже у поточному 2017р., то зміна оподаткування корпорацій, а тим більше розширене фінансування інфраструктурних проєктів, повинно буде пройти складні бюджетні процедури узгодження, що не видається швидким і легким¹⁶.

Серед важливих ініціатив, які можуть вплинути на глобальні товарні і фінансові потоки, виокремлюється ініціатива нового президента США «повернути» бізнес і виробництво з-за кордону всередину країни, що, крім зміцнення структури внутрішнього виробництва, дозволить наростити і товарний експорт.

При цьому, навіть якщо відбудеться реалізація хоча б частини ініціатив, то **«пик» впливів припадає саме на 2019р.**, що стане вагомим чинником перетоку капіталів (у т.ч. прямих та портфельних інвестицій) на ринки США, а відтак суттєво **зменшить зацікавленість інвесторів до нестійких ринків** висхідних країн (до яких належить Україна).

Вкажемо, що спроби політичних впливів на окремі сектори з метою їх прискорення не є виключними, навіть для такої розвинутої економіки, якою є американська. Доречно нагадати, що відносно недавньою

¹³ Така ситуація, вірогідно, продовжиться упродовж практично всього 2017р., зважаючи на політичні розбалансованості напередодні і в період виборів у Франції (навесні) та Німеччині (восени), що у сучасних умовах є вагомим чинником економічної невизначеності. В таких умовах валютні та фондові ринки можуть виявитись більш привабливими саме для доларових активів, що означатиме послаблення європейських.

¹⁴ The Trump Effect: How the president will impact financial markets. – <http://www.investmentnews.com/article/20170129/FREE/170129944/the-trump-effect-how-the-president-will-impact-financial-markets>.

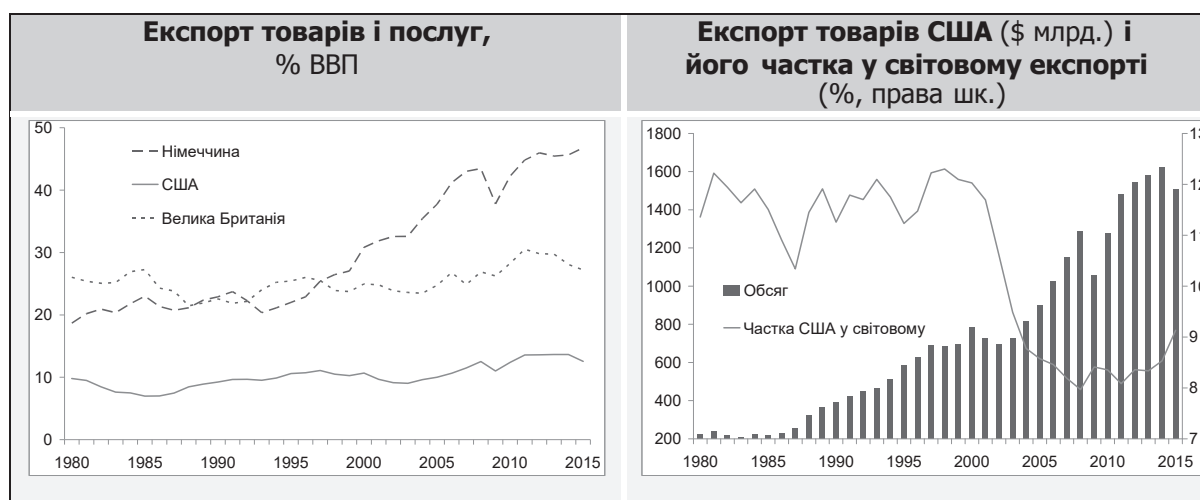
¹⁵ [WEO]. Зазначимо, що вказане зміцнення долара може звести нанівець конкурентні вигоди, які очікується має отримати економіка від фінансового стимулювання і підвищення процентної ставки.

¹⁶ Більше того, рядом експертів висловлюється думка про те, що економічні стимули, пов'язані з податковою реформою, виявляться значно меншими, ніж початково очікувалось. – Credit Suisse Emerging Markets Quarterly, March 2017.

подібною спробою була ініціатива Президента Обама прискореного розвитку експорту (яка також мала б сприяти розбудові внутрішніх ринків і відносного зменшення залежності від імпорту).

Так, у щорічному Посланні Президента США стосовно економічної політики 2010р. була оголошена ініціатива подвоєння обсягів експорту товарів і послуг упродовж найближчих 5 років порівняно з 2009р. Зазначимо, після кризового падіння у 2009р. (коли помітно знизилась переважна більшість макроекономічних показників і обсяг експорту США склав лише \$1,6 трлн.) така ініціатива хоча й виглядала вельми амбітною, проте не недосяжною (передбачала середньорічне номінальне зростання експорту у 15% до 2014р. включно)¹⁷.

Перші два роки реалізації ініціативи виявилися успішними – вже за результатами 2011р. обсяг експорту перевищив рекордний докризовий показник, дещо зросла також частка експорту у структурі ВВП (діаграма «Експорт товарів і послуг»). Однак, надалі динаміка виявилася слабшою, ніж очікувалось, що значною мірою пов'язано із фінансовими і борговими негараздами в країнах ЄС, а також певним зниженням темпів зростання Китаю, що загалом обмежило світовий сукупний попит. Хоча завдяки останній обставині частка експорту США у світовому експорті у 2015р. досягла 9%, проте залишалась значно нижчою показників 1980-2005рр. (діаграма «Експорт товарів США і його частка у світовому експорті»). Тож, вірогідно, стрімке розширення експортних ніш для американських виробників не виглядає безумовним.



Між тим, США залишаються одним з найбільших експортерів та імпортерів товарів, і у 2015р. зовнішньоторговельний оборот досяг \$3,8 трлн., при цьому сальдо залишається дефіцитним, обсягом \$760 млрд. Політика нової Адміністрації США якраз має і спрямовуватись (у т.ч. шляхом певних протекціоністських заходів) на зменшення вказаного дефіциту, що має посилити стійкість американської економіки. Зазначимо, що найбільшими торговельними партнерами (саме за рахунок яких і формується головна частина дефіциту) є Китай та партнерські

¹⁷ Economic Report of the President 2011.–<https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/ERP-2011/pdf/ERP-2011-chapter4.pdf>.

країни ЄС і НАФТА (Канада, Мексика) (таблиця «Зовнішня торгівля товарами США...»¹⁸).

Зовнішня торгівля товарами США з партнерськими економіками,
\$ млрд., 2015р.

	Експорт США	Імпорт до США
Канада	281	303
Мексика	236	303
ЄС	274	431
Китай	117	484

Звернемо увагу:

- загальні обсяги експорту та імпорту Канади та Мексики (партнерських країн США по НАФТА) дуже наближені, хоча торговельний дефіцит у торгівлі з Мексикою дещо перевищує дефіцит з Канадою;
- США імпортує найбільші обсяги товарів з ЄС та Китаю, однак вкрай негативне сальдо утворене саме у торгівлі з Китаєм, і, вочевидь, саме на зменшення торговельного дефіциту з Китаєм і будуть спрямовані головні протекціоністські заходи (підвищення мит та тарифів, а також заходи, пов'язані із посиленням валютної складової);
- структура зовнішньої торгівлі США вказує на те, що значна частина виробництв є залежною від машин та устаткування, імпортованих з Європи та Канади, сировинних товарів і товарів проміжного виробництва з Канади та Мексики, напівфабрикатів і споживчих товарів з Китаю тощо. Тобто не завжди легко буде знайти належні замінники вже традиційним поставкам, насамперед, у короткостроковому аспекті.

Поряд з цим, зважаючи що обсяги імпорту США з інших країн НАФТА можуть помітно зменшитись, вірогідно, вже найближчим часом слід очікувати посилення економічних контактів між Канадою і Мексикою та країнами ЄС, завдяки чому певні **товарні потоки можуть переорієнтовуватись** на інші достатньо поглинаючі ринки. В таких умовах може зрости торгівля між країнами Північної та Південної Америки і Європи, а також вірогідною є поява ніш для «третіх» країн, які зможуть запропонувати більш вигідні цінові умови (насамперед, для європейських ринків).

Проте, не менш вірогідними можуть стати й обмеження чи навіть зменшення попиту на продукцію «третіх» країн, яка використовувалась або була складовою експортних виробництв (насамперед, ЄС), спрямовуваних у США. І саме в цій частині **значні експортні втрати можуть припасти на Україну, як одну з найменш конкурентоспроможних країн у Європі.**

Протекціоністські заходи США стосуються не лише політики стосовно країн на американському континенті. Доречно звернути увагу на те, що, за визнанням міжнародних експертів, перший же протекціоністський Указ Президента США стосовно **виходу з Транстихоокеанського**

¹⁸ Zahorka H.-J. Does the New US President Lack Legitimacy? – <http://www.libertas-institut.com/wp-content/uploads/2017/02/EUFAJ-4-2016.pdf>.

партнерства (*Trans-Pacific Partnership*)¹⁹ призведе радше до **економічних і політичних втрат для країни, аніж дійсно захистить американські ринки**. *По-перше*, сучасні середовища і ланцюги формування доданої вартості, їх економічні, управлінські і технологічні особливості (насамперед, у промисловості) не дозволять (без втрат прибутковості та ефективності) швидко зосередитись у США (і створити додаткові робочі місця).

По-друге, цим рішенням США фактично відмовляються від ролі одного з провідних світових лідерів у сфері міжнародної торгівлі, утвердження міжнародних стандартів у сфері торгівлі, інвестицій, інтелектуальної власності на користь Китаю²⁰. Більше того, Світова організація торгівлі (СОТ), одним з ініціаторів якої були США, високоймовірно втрачатиме свою значимість і авторитет, що, своєю чергою, загальмує формування узгоджених гармонізованих правил і процедур міжнародних економічних зв'язків.

Вірогідно, як альтернатива **зростатиме роль регіональних торговельних союзів** та утворень, в рамках яких буде значно легше узгоджувати (або й приймати як «належне») регуляторні економічні та торговельні акти. Звичайно, зважаючи на нинішню активність (насамперед, в Азії, Африці і Південній Америці), Китай відіграватиме домінуючу роль²¹.

По-третє, вказане рішення матиме й негативний «психологічний» вплив на партнерів США у транстихоокеанському регіоні, насамперед, Японію та Австралію, які також були серед ініціаторів вільної торгівлі у регіоні, і, звичайно, розраховували на активну співпрацю із США по захисту спільних інтересів від китайської експансії.

Важливо також те, що тепер **роль глобального лідера світової торгівлі** дедалі закріплюється за **Китаєм, який зміцнив власні позиції** завдяки «відступу» США. Однак, поки китайська економіка не є усталеною та інституційно міцною, все ще належить до висхідних, з обмеженнями на вільний рух капіталів тощо. Тому й вироблення міжнародних стандартів навіть для окремого регіону не виглядатиме простим та злагодженим.

Тобто, сьогодні **світова торгівля** певним чином **знаходиться на інституційному роздоріжжі** (США послаблюють активність, Китай ще не став безумовним лідером), без чітких узгоджених сигналів стосовно свого розвитку. В таких умовах посилюються і ризики подальших

¹⁹ ...проект був спрямований на створення чи не найбільшої у світі зони вільної торгівлі, до якої належали б найбільші світові економіки (крім країн ЄС). Відповідна угода була підписана у 2016р. і надалі мала бути ратифікована парламентами країн-учасниць.

²⁰ Хоча Китай не був учасником угоди, проте був серед активних ініціаторів формування зони вільної торгівлі у транстихоокеанському регіоні. Тому сьогодні, видається, Китай швидко «займе місце» США, а з цим і проект набуде нової конфігурації.

²¹ Hamanaka Sh. Trans-Pacific Partnership versus Regional Comprehensive Economic Partnership: Control of Membership and Agenda Setting. – <https://www.adb.org/>.

розбалансованостей і невизначеностей, що **негативно позначиться і на розвитку світової економіки загалом**²².

Велика Британія та *Brexit*. Звичайно, одним з головних глобальних геополітичних і геоекономічних процесів упродовж найближчих двох років стане «розлучення» Великої Британії з Європейським Союзом – *Brexit*²³. Тому тут дещо більшої уваги (порівняно з іншими розвинутими країнами) приділимо економічній динаміці саме Великої Британії.

Одразу зауважимо, що ризикам і наслідкам *Brexit* вже присвячена низка ґрунтовних публікацій²⁴, проте острахи руйнівного впливу (після дійсно короткострокового шоку), на наш погляд, виглядають перебільшеними. Так, економічні результати вже III кв. 2016р. виявилися вищими, ніж очікувалось (зокрема, внутрішній попит знизився значно менше, ніж передбачалося, а британський фунт, хоча й не повернувся до попереднього рівня, проте вийшов на цілком збалансований рівень)²⁵.

Стосовно економічної динаміки звернемо увагу на наступні особливості. Насамперед, зазначимо, що упродовж останніх десятиліть **британська економічна динаміка** (у частині реального зростання) **практично повторювала динаміку США**, країни, яка була (й залишається) глобальним лідером (діаграма «*Зростання реального ВВП...*»), і помітно відрізнялася від економічних циклів найкрупніших країн ЄС, зокрема Німеччини (економіка якої є визначальною для континентальної Європи)²⁶. Тобто коротко- і середньострокові економічні цикли вказували на наближення британської економіки радше до американської, аніж європейської.

Іншим свідченням близькості ділових циклів США та Великої Британії виступає також динаміка зайнятості. Так, з середини 1990-х років до глобальної кризи 2008-2009рр. рівень безробіття у США і Великій Британії був суттєво нижчим, ніж у провідних розвинутих європейських країнах, а також мав різноспрямовану динаміку з відповідною динамікою

²² Вірогідно, це починає добре усвідомлюватись і безпосередньо керівництвом США. Принаймні сьогодні протекціоністські заклики і політичні наміри, які декларуються новим Президентом США, мають суттєво нижчий «градус». Тому, цілком вірогідно, що вже незабаром протекціоністська риторика практично буде відкинута.

²³ Звичайно, *Brexit* не вичерпує множини викликів, які постають перед ЄС – найближчим часом відбуватимуться випробування політичними виборчими процесами. Особливо критичною може виявитись ситуація у Франції, яка за перемоги у президентських перегонах ультраправого кандидата, може стати каталізатором центробіжних тенденцій у Європі загалом.

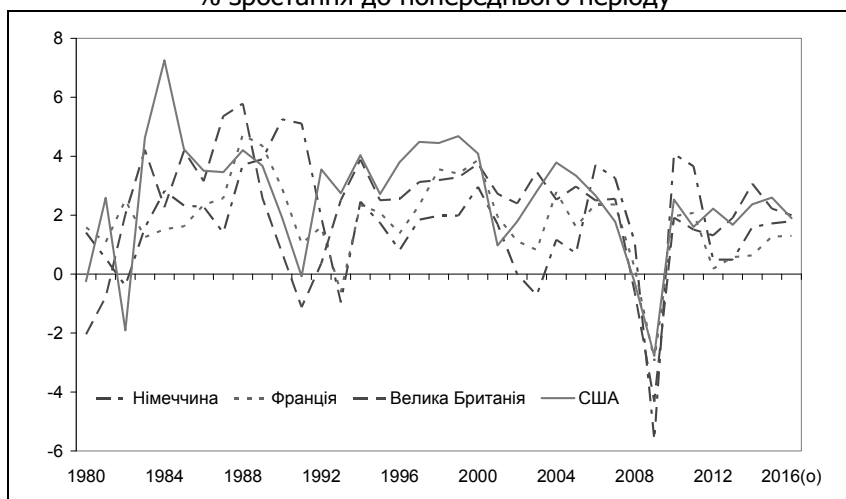
²⁴ Див., зокрема: Emerson M., etc. An Assessment of the Economic Impact of Brexit on the EU27. – <https://www.ceps.eu/publications/assessment-economic-impact-brexit-eu27>.

²⁵ [WEO].

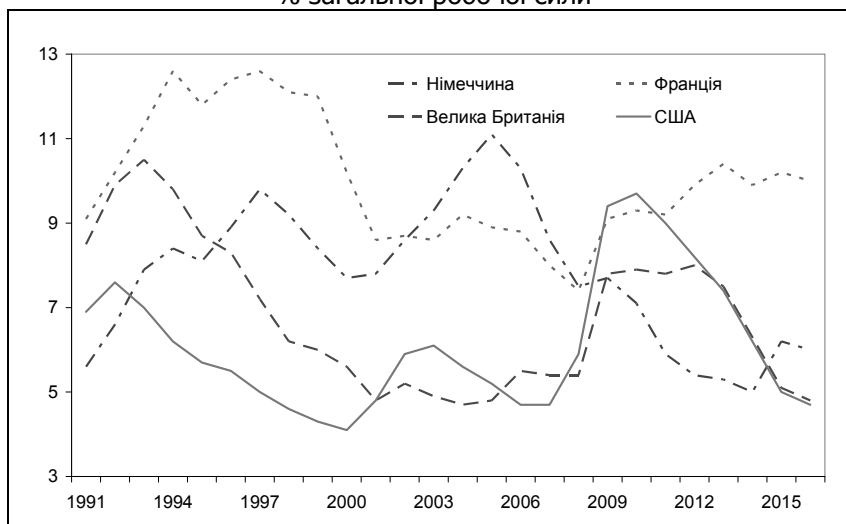
²⁶ На початку 2000р. рядом лідерів консервативної партії Великої Британії навіть була висунута теза про доцільність приєднання країни не до ЄС, а до північноамериканського НАФТА. І хоча ця ініціатива того часу не набула розвитку, проте з урахуванням макроекономічних та інституційних показників, а також виходу Великої Британії з ЄС питання подальших інтеграційних процесів для країни ще матимуть продовження.

найбільших розвинутих країн континентальної Європи (діаграма «Рівень безробіття ...»).

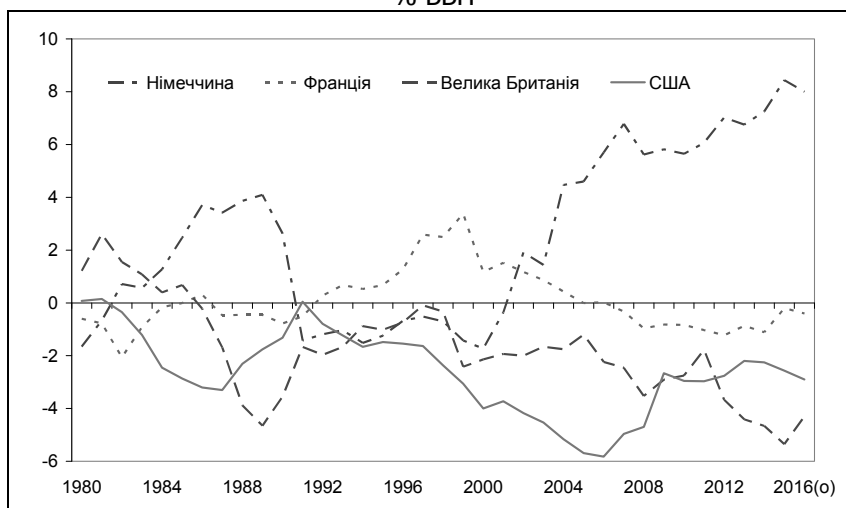
**Зростання реального ВВП розвинутих країн,
% зростання до попереднього періоду**



**Рівень безробіття у розвинутих країнах,
% загальної робочої сили**



**Сальдо рахунку поточних операцій розвинутих країн,
% ВВП**

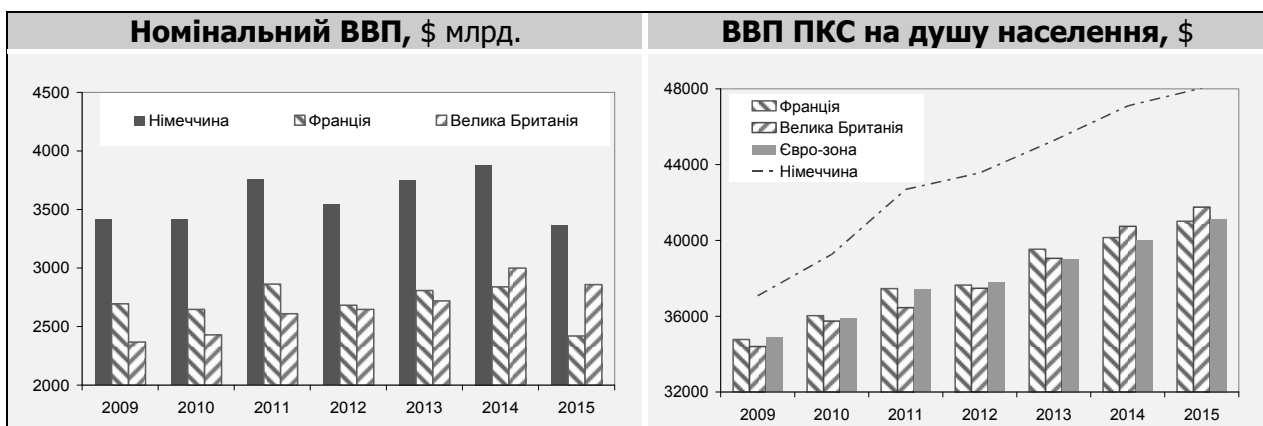


Більше того, зовнішньоекономічний сектор також підтверджує вказані взаємозв'язки. Так динаміка сальдо рахунку поточних операцій Великої Британії і США – наближені одна до одної і фактично знаходяться у «протифазі» з відповідною динамікою найбільших економік Євро-зони (діаграма «Сальдо рахунку поточних операцій...»).

Вказані (та інші) особливості економічної динаміки визначають і макроекономічну основу вибору політики *Brexit*. Традиційна близькість економічної політики США і Великої Британії дають певні підстави говорити про радше об'єктивний характер *Brexit*, аніж його виключно політичні основи.

Важливо вказати, що упродовж останніх 5 років темпи економічного зростання Великої Британії помітно перевищували відповідні темпи найбільших європейських континентальних економік. З тим, економіка Великої Британії стала другою найбільшою економікою у ЄС (випередивши Францію), досягши у 2015р. €2,58 трлн. (майже \$2,9 трлн.) (Німеччина – понад €3,0 трлн. або близько \$3,4 трлн.) (діаграма «Номінальний ВВП»). Звичайно, певне зниження номінальних показників ВВП європейських країн у 2015-2016рр. пов'язано із зміцненням долара (відносно основних світових валют), причому, зважаючи на послаблення британського фунта після оголошення рішення про *Brexit*, зниження номінальних показників Великої Британії буде помітнішим у 2016р. Однак, курсові коливання фунта до євро є значно меншими, ніж до інших провідних світових валют, що й не змінює суттєво показники розподілу ВВП по країнах²⁷.

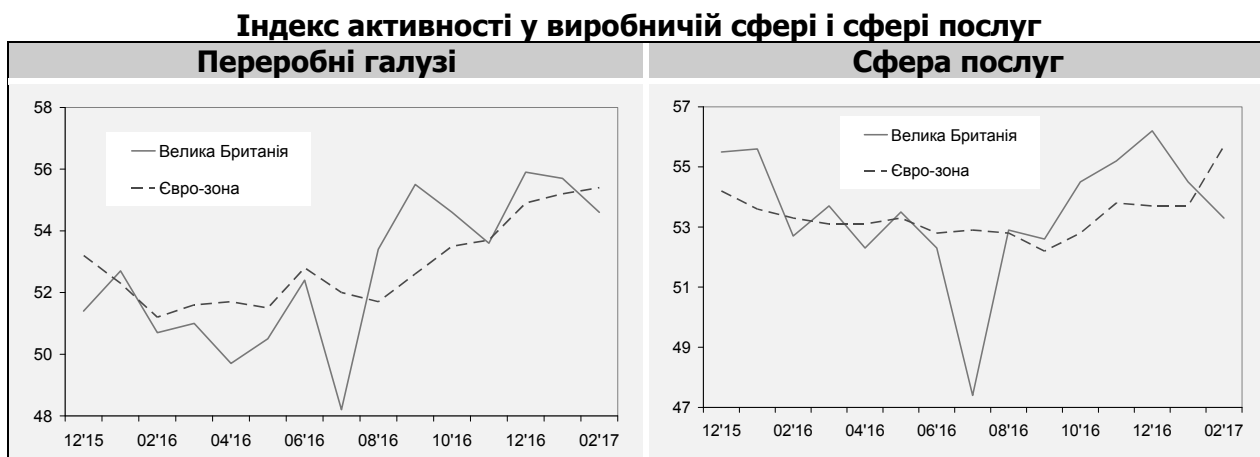
Відповідним чином, у посткризовий період помітно зріс ВВП на душу населення за паритетом купівельної спроможності (ПКС) у Великій Британії порівняно з країнами Євро-зони (діаграма «ВВП ПКС на душу населення»). Зважаючи на високу інерційність показників ВВП за ПКС при низьких курсових коливаннях валют та інфляції, є підстави стверджувати, що вказаний розподіл збережеться, і у середньостроковій перспективі.



Слід зазначити, хоча сьогодні переважає думка про значні втрати економік Великої Британії та ЄС у процесі та після завершення *Brexit*,

²⁷ За оцінкою Світового банку розвитку економіки у 2016р. (станом на 1.02.2017р.), ВВП Німеччини становив \$3,36трлн. (4,54% світового ВВП), Великої Британії – \$2,86 трлн. (3,85%), Франції – \$2,42 трлн. (3,26%). – Хто на світі за всіх більший?, <http://news.finance.ua/>.

проте поки значні негаразди у виробничих сферах не проявились. Індекс виробничої активності (як в обробних галузях, так і сфері послуг) в Єврозоні практично не зреагував на оголошення про вихід, що цілком узгоджується із міцністю ЄС і позитивними очікуваннями його (ЄС) вагомості у середньо- та довгостроковій перспективі²⁸, а у Великій Британії мав лише короткострокове відхилення від достатньо стійкого тренду (діаграма «Індекс активності у виробничій сфері і сфері послуг»²⁹).



Більше того, після прийняття рішення про започаткування процесу виходу, виробничі індекси продемонстрували зростання (хоча у Великій Британії й був зафіксований короткостроковий шок). Звичайно, певною мірою таке зростання зумовлене сезонним чинником. Проте важливу роль зіграла **визначеність політичного рішення** Великої Британії. Зважаючи на структуру формування доданої вартості (як у Великій Британії, так і найбільших економіках континентальної Європи), поки потенційні негаразди не проявляються³⁰.

Вже довгий час дефіцит рахунку поточних операцій Великої Британії є предметом значного занепокоєння керівництва країни, у т.ч. внаслідок суперечливості його (дефіциту) чинників і складових. Так, погіршення зовнішньоторговельного сальдо Великої Британії (у посткризовий період) (діаграма вище «Сальдо рахунку поточних операцій...») при досить високих темпах зростання реального ВВП (діаграма «Зростання реального ВВП...») значною мірою пов'язане із зміцненням фунта (у 2014р. до найвищого рівня в останнє десятиріччя) на міжнародних ринках. А тому послаблення фунта у 2016р. може додати певних конкурентних переваг британським експортерам і покращити зовнішньоторговельні баланси.

²⁸ Davignon E. The awakening. – <http://www.friendsofeurope.org/future-europe/>.

²⁹ Selected European Economic Indicators. – Credit Suisse. European Economics, January 2017.

³⁰ Вірогідно, ситуація зможе змінитись, коли буде сформовано точна політична послідовність дій, проте це зможе статись лише восени 2017р. Зазначимо **вагомість політичної складової** в країнах ЄС на макроекономічну стійкість в Європі загалом. *По-перше*, прихід до влади популістських або радикальних сил в ключових країнах (найближче – у Франції) означатиме посилення нестабільності інституційного середовища ЄС. *По-друге* – **успішні переговори** стосовно «розлучення» *Brexit* сприятимуть **зміцненню** економік ЄС та Великої Британії (а з тим – євро і фунта), їх провал або безперспективне затягування, найвірогідніше, посилять європейські системні кризові процеси.

Іншою особливістю зовнішньої торгівлі Великої Британії є те, що обсяги торгівлі країни з членами ЄС приблизно дорівнюють обсягам з країнами поза межами ЄС (таблиця «Зовнішня торгівля товарами Великої Британії»³¹). Тобто структура торгівлі достатньо диверсифікована, що зможе полегшити переорієнтацію країни на нові ринки, якщо зовнішні умови (насамперед, інституційні) співробітництва з ЄС ускладняться.

Зовнішня торгівля товарами Великої Британії

€ млрд., 2016р.

	З країнами ЄС	З країнами поза ЄС	Загалом
Експорт	162	172	334
Імпорт	267	262	529
Сальдо	-105	-90	-195

Зауважимо, що основні процеси, пов'язані з *Brexit*, найвірогідніше завершаться у 2019р. І саме на цей період може припасти **період прискорення структурних змін** (формування нового економічного та інституційного середовища), який потребуватиме також зміни економічної політики у тих країнах, які воліли б продовжити активні партнерські стосунки з Великою Британією. Це сповна стосується України.

Інтеграційна експансія Китаю. Звичайно, розглядаючи глобальні тенденції розвитку не можна залишати поза увагою вплив на світогосподарські зв'язки другої за величиною економіки світу. Попередні оцінки 2016р. вказують на те, що ВВП Китаю сягнув \$11 трлн. (за поточними валютними курсами), або 14,84% глобального ВВП³².

Упродовж (фактично) останнього десятиріччя зниження темпів економічного зростання розвинутих країн поєднане із швидким розвитком великих висхідних країн, насамперед, Китаю та Індії, дедалі більше актуалізують питання перерозподілу впливів у глобальній економіці. Сьогодні продовжується **помітне зростання значимості висхідних країн** для забезпечення стійкого глобального розвитку у:

- виробленні світового валового продукту,
- розширенні торгівлі між висхідними країнами,
- стрімкому зростанні внутрішніх (споживчих) ринків,
- зменшенні їх залежності від ринків розвинутих країн тощо,

і найбільш чітко це проявляється в азійському регіоні (насамперед, «навколо» Китаю).

Так, якщо попередніми роками азійські країни зростали переважно завдяки високому імпорту США та ЄС, то найближчими роками **підвищення споживання у Китаї і торговельно-економічне розширення в азійському регіоні стануть новими складовими вигод** для азійських країн зокрема і світової економіки загалом.

Водночас, останніми роками стрімко зростають інвестиції Китаю до країн регіону, насамперед до найбільш розвинутого – Сінгапуру, який є одним

³¹ de Marin P. An analysis: What Brexit really means. Both for the EU economy and Britain. – <http://cursdeguvernare.ro/an-analysis-what-brexit-really-means-both-for-the-eu-economy-and-britain.html>.

³² Хто на світі за всіх більший? – <http://news.finance.ua/>.

з глобальних фінансових центрів³³. Маючи на увазі ще й створення Азійського банку інфраструктурних інвестицій³⁴, вочевидь, таке поєднання дійсно стане чинником формування потужного глобального фінансового центру, а також інвестиційного зміцнення країн Південно-Східної Азії та Тихоокеанських країн, до яких дедалі тяжітимуть й країни з інших регіонів (у т.ч. внаслідок вказаних вище новітніх ініціатив США).

Варто врахувати, що в умовах поглиблення регіональної інтеграції, виробництво комплектуючих технологічних товарів поступово поширюється на сусідні країни регіону з нижчою вартістю робочої сили, що дозволяє втримувати конкурентні переваги. Більш того, світовий досвід доводить – **чим вище інтегрованими** є ринки в певному регіоні, **тим привабливішим** цей регіон стає для подальшого інвестиційного входження, що, своєю чергою, розширює конкурентні ніші³⁵. Тобто, поза сумнівом, зважаючи на формування сукупного попиту економіки Китаю, чинників і складових її (економіки) подальшого зростання відбуватимуться і системні зміни у впливі на розвиток інших країн³⁶.

Оскільки саме Китай значною мірою визначатиме глобальний попит³⁷, звернемо увагу на ще один аспект впливу економіки Китаю на торговельні потоки. Йдеться про т.зв. умови торгівлі (*terms of trade*) – відносних цін експортних та імпортних торговельних товарів, які можуть загалом впливати на економічну динаміку не лише окремої країни, але й партнерських країн.

Слід зазначити, що питання впливу умов торгівлі на економічну динаміку періодично актуалізується з врахуванням нового поділу праці і нових реалій. Так, у 1950-1970рр. (формування сучасних світогосподарських зв'язків) увага концентрувалась на взаємовпливові цінових впливів сировинних і переробних галузей у розвинутих країнах. У 1970-1990рр. дослідження переважно стосувалися цінових впливів розвинутих і висхідних країн, товарів з низькою доданою вартістю і високотехнологічних товарів. З початку 1990-х років набували дедалі більшого поширення дослідження умов торгівлі, пов'язані з економікою Китаю³⁸.

³³ Водночас, окремі країни регіону вже мають місця торговельні відносини з США. Так між США і Сингапуром мають двосторонню угоду про зону вільної торгівлі.

³⁴ Asian Infrastructure Investment Bank. – <https://www.aiib.org/en/index.html>.

³⁵ Докладніше див.: China-ASEAN free trade area starts operation. – http://news.xinhuanet.com/english/2010-01/01/content_12739017.htm.

³⁶ Слід звернути увагу на тезу про «повернення високотехнологічних виробництв з Китаю до США» в результаті реалізації нової політики США. Однак, загально визнано, що Китай є найбільшим експортером промислових товарів, у т.ч. високотехнологічних. Так, частка китайського експорту такої продукції зросла з 3% загальносвітових обсягів у 2000р. до 19,5% у 2015р., при тому, що відповідна частка експорту США скоротилась з 16,8% до 9,5%. Загалом, ризики утискання виробництв з Китаю до США не виглядають значимими.

³⁷ Ми не розділяємо точку зору про те, що Китай вичерпав власні джерела зростання і надалі економічна динаміка погіршуватиметься. Найближчі роки характеризуватимуться значними структурними змінами в країні, у т.ч. пов'язаними із прискоренням розвитком західних регіонів країни, а також розширенням значних інфраструктурних та інтеграційних проектів, що посилять стимули стійкого довгострокового зростання.

³⁸ Eichengreen B., etc. The Impact of China on the Exports of Other Asian Countries.– <http://www.nber.org/papers/w10768>.

І нині певним чином ситуація повторюється. Китай, який є глобальним зростаючим виробником і експортером споживчих та інвестиційних товарів, суттєво залежить від імпорту енергоресурсів і багатьох інших сировинних товарів. Зрозуміло, що підвищення попиту на споживчі товари або ж потреби імпорту для розширення виробництва великої країни, *з одного боку*, залежить від структури (і конкурентоспроможності) економіки тієї чи іншої країни, *з іншого* – має безпосередній вплив на глобальні біржові ціни³⁹. Тому у наступному розділі увага й буде зосереджена на значимості впливів умов торгівлі на макроекономічне середовище України та її найближчих партнерських країн.

Тут же вкажемо на одну складову глобального впливу Китаю, яка безпосередньо стосується перспектив подальшого розвитку України. Не заперечуючи для України євроінтеграційної спрямованості, слід врахувати, що саме східно-азійський регіон найближчими десятиліттями відіграватиме дедалі вагомішу роль у глобальному поділі праці, формуванні ланцюгів створення доданої вартості тощо. Тому й для країни, яка воліла б бути активним учасником глобальних економічних процесів, вкрай важливо **бути залученою до трансконтинентальних проектів**, ініціаторами яких є інвестори з східно-азійських країн.

Сьогодні активно обговорюється і практично втілюється ініціатива Китаю створення **Економічного поясу Шовкового шляху**, складовою якого стає Новий шовковий шлях і завдяки залученню до якого вигоди для окремих країн-учасників можуть сформувати синергетичний ефект примноження добробуту і покращення перспектив розвитку. Насамперед, це стосується країн Центральної Азії, Закавказзя та України, які можуть стати надважливою ланкою трансконтинентального проекту поєднання економічних вигод Китаю та країн Центральної та Східної Європи (ЦСЄ)⁴⁰.

Зрозуміло, щоб країни дійсно стали ваговою складовою такого проекту, необхідною умовою є міцне суспільно-економічне середовище, характерною ознакою якого є високий рівень макроекономічної стійкості, а також інтеграційної та інвестиційної активності⁴¹.

Вочевидь, Україні слід якнайшвидше долати втрати та упущення (насамперед, економічні⁴²), посилити позиції на висхідних ринках, зокрема в частині використання транспортного потенціалу і наближення його до транспортної спроможності країн ЦСЄ, а також розширення торгівлі та взаємних інвестицій, у т.ч. з **врахуванням перспектив зони**

³⁹ Mai Y.H., etc. The Awakening Chinese Economy: Macro and Terms of Trade Impacts on 10 Major Asia-Pacific Countries. – <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/>.

⁴⁰ Див., зокрема: Завдання і перспективи інвестиційно-інтеграційного розвитку України. – К: Центр Разумкова, 2017, 120с.

⁴¹ Світова практика також свідчить, що, чим ширші і міцніші країна має економічні інтеграційні зв'язки, тим у більшій безпеці вона може почуватися. Країна ж, яка не визначилась у своїх міжнародних та інтеграційних пріоритетах, ризикує потрапити під політичний чи навіть військовий тиск недобросовісних сусідів.

⁴² ... у т.ч. з врахуванням впливу російської агресії. Докладніше див. статтю А.Бароніна «Вплив військових конфліктів на потоки капіталу, ВВП, боргові зобов'язання, валютні, споживчі та торговельні показники», розміщену в цьому виданні.

вільної торгівлі між Україною та ЄС, Канадою, (найближчим часом) Туреччиною тощо⁴³.

Хоча Україна і потребує відновлення інвестиційного потенціалу, активного залучення іноземних інвестицій в національну економіку, проте ще важливішим є **прискорена інтеграція країни до світових виробничих, торговельних, фінансових мереж**, що дозволить утримуватись у загальносвітових трендах. Насамперед, це стосується належного використання досвіду країн ЦСЄ у формуванні інституційної та інтеграційної спроможності у розбудові інфраструктурної мережі за участю Китаю, а також зміцнення економічного партнерства з країнами, які відіграють важливу роль у Новому шовковому шляху⁴⁴.

Глобальні тенденції і макроекономічні впливи на національні економіки. Слід зробити певні висновки та рекомендації (які випливають з наведеного аналізу) стосовно розвитку глобальних економічних процесів у коротко- та середньостроковій перспективі, які виокреслюються з вказаних стратегічних тенденцій та орієнтирів і які слід мати на увазі при виробленні економічної політики:

- поступове зміцнення американського долара відносно інших найважливіших світових валют (насамперед, євро, йєни, валют більшості висхідних країн);
- випереджальне зростання процентної ставки у США, порівняно із ставками інших найвагоміших центральних банків (низька економічна динаміка і вкрай низькі інфляційні очікування не дозволяють говорити про можливості посилення монетарної політики країн ЄС та Японії⁴⁵);
- слабке, проте стійке, підвищення вартості нафти (помірного рівня) та зростання (втім, нижчого рівня) вартості інших сировинних біржових товарів;
- утримання політичних і економічних невизначеностей у ЄС (у т.ч. продовження боргових негараздів), у т.ч. з можливим посиленням дезінтеграційних процесів як наслідок референдумів та виборів в країнах ЄС;
- подальше нагромадження капіталів (і заощаджених ресурсів) в успішних висхідних країнах, посилення економічного впливу

⁴³ Це надає потенційно широкі можливості для виходу виробників з «третьох» країн на конкурентні європейські та північно-американські ринки, інтеграції вітчизняних виробників до сучасних глобальних мереж доданої вартості, а інвестиційні вигоди можуть сприяти формуванню та реалізації нових економічних моделей.

⁴⁴ ...за винятком Росії.

⁴⁵ З метою запобігання відновлення гальмуючих економічних процесів, вірогідно, монетарна політика багатьох розвинутих країн залишиться відверто стимулюючою (м'якою, із зорієнтованістю на т.зв. нетрадиційні інструменти). – Див., зокрема: Політика монетарного розширення на підтримку зростання і розвитку. Київ: 2016, 116с. – http://razumkov.org.ua/ukr/article.php?news_id=1361.

Однак, лише стимулююча монетарна політика не може забезпечити стійке економічне зростання, тому важливою складовою економічного прискорення має стати і фіскальне стимулювання, що вже може привносити ризики внутрішніх і зовнішніх дисбалансів. Тому найближчими роками, вірогідно, відбудуватиметься пошук узгоджених заходів монетарної, фіскальної, торговельної, валютної політик (не лише у розвинутих країнах, а ще в більшій мірі у висхідних країнах). [WEO].

великих висхідних країн (насамперед, Китаю) і формування нових інтеграційних утворень, зорієнтованих на динамічні азіяські ринки, у протидію процесам попередніх десятиріч спрямованих на залучення до орбіт США та ЄС.

Вказані глобальні тенденції звичайно задіють передаткові механізми також на національному рівні, прямо чи опосередковано впливатимуть на макроекономічні складові, що може виявитись особливо «болісним» для висхідних країн. Зокрема, для випадку України при виробленні економічної політики слід звернути увагу на наступне:

- підвищення процентної ставки у США при утриманні чи менших рівнях зростання ставок в інших розвинутих країнах призведе, *з одного боку*, до зростання різниці в процентних ставках між такими країнами. *З іншого* – відбуватиметься зменшення процентних премій (різниці) між ставками висхідних країн та США⁴⁶. В обох випадках посилюватиметься перетік капіталів на американські ринки капіталів (або ж повернення капіталів, які раніше працювали в прибуткових економіках висхідних країн, у т.ч. Китаї), що, своєю чергою, може посилити валютні дисбаланси;

- підвищення процентної ставки також спонукатиме до зростання прибутковості і на світових ринках запозичень, що означатиме здорожчання позик, насамперед для країн з нестійкими інститутами та економіками, до яких, на жаль, належить і Україна. В таких умовах вірогідним є посилення боргового тиску, з чим – ускладняться завдання забезпечення макроекономічної та макрофінансової стабільності;

- для країн, чиї національні валюти зорієнтовані на долар, посилення останнього може спричинити погіршення конкурентних умов, особливо за високих рівнів інфляції (що спричинить зростання реального ефективного курсу), що виявиться особливо болючим при погіршенні умов торгівлі для відповідних висхідних країн (у т.ч. України);

- утворення і зміцнення нових інтеграційних структур та регіональних економічних союзів, які зможуть швидко формувати преференційні виробничі, торговельні, інвестиційні, інфраструктурні мережі (зокрема, в контексті Ініціативи нового шовкового шляху), що вимагатиме додаткових витрат, які далеко не завжди можуть бути наявними, особливо в умовах посилення боргового тиску. Проте пошук ресурсів і входження у такі союзи є необхідною умовою «виживання» країни.

⁴⁶ Країни, як альтернативу зменшенню процентної різниці, можуть підвищити власні процентні ставки (для запобігання відтоку капіталів), що, втім, може мати стримуючий ефект для економічної динаміки такої країни.

2. Зовнішні впливи на макроекономічне збалансування

Як вказано у попередньому розділі, з багатьох чинників і складових макроекономічних впливів виокремлюється кілька груп взаємозв'язків, зорієнтованих на платіжний баланс. Перша стосується зовнішньоекономічної структури країни, а також значимості умов торгівлі для рахунку поточних операцій платіжного балансу і макроекономічної динаміки. Друга – пов'язана із зовнішніми фінансовими і капітальними потоками, насамперед, прямими іноземними інвестиціями. Інша група визначається взаємозв'язками заощаджень, дефіцитами державних фінансів, джерел їх фінансування, а також зовнішньоторговими позиціями тощо.

Оскільки відповідні впливи стосуються різних країн і відбуваються в умовах новітніх інтеграційних процесів, то з метою більш чіткої демонстрації та ілюстрації позитивних (і негативних) впливів окремих макроекономічних складових на економічне середовище, подальша увага, зосереджуючись безпосередньо на Україні, приділятиметься також порівняльному аналізу сусідніх партнерських висхідних країн – Угорщини, Польщі (країни-нові члени ЄС), а також Туреччини⁴⁷.

Які зміни в умовах торгівлі очікують Україну? Економічна модель України – мала відкрита економіка, яка приймає міжнародні цінові сигнали і умови торгівлі, не спроможна на них впливати, а тому й повністю від них залежить. Зважаючи на низьку конкурентоспроможність, Україна на світових ринках позиціюється переважно сировинними товарами і товарами з низькою доданою вартістю, а тому суттєво залежна від формованих умов торгівлі, що й потребує належної уваги⁴⁸.

Чому ми акцентуємось на проблематиці, яка в Україні не часто асоціюється із завданнями макроекономічної стабілізації і зростання? Чому зараз слід говорити про ризики, пов'язані з умовами торгівлі, хоча загалом їх вплив на економічне середовище не є однозначно визначеним? Яким чином умови торгівлі можуть виступати передатковою ланкою макроекономічних дисбалансів?

Ситуація на світових сировинних біржових ринках вказує на те, що, вірогідно, тенденція до зниження світових біржових цін на головні сировинні товари у 2017р. зміниться на протилежну. Так, у посткризовий період, оскільки стабілізаційні та відновлювальні процеси не набули належної стійкості, спостерігалось зниження біржових вартостей. Лише у 2016р. глобальний біржовий індекс *Bloomberg Commodity Index*, який формується на базі ф'ючерсів 22 найпоширеніших сировинних товарів, продемонстрував зміни до підвищення (за результатами року – зростання трохи вище 11%) (діаграма «Зміна індексу сировинних товарів»⁴⁹).

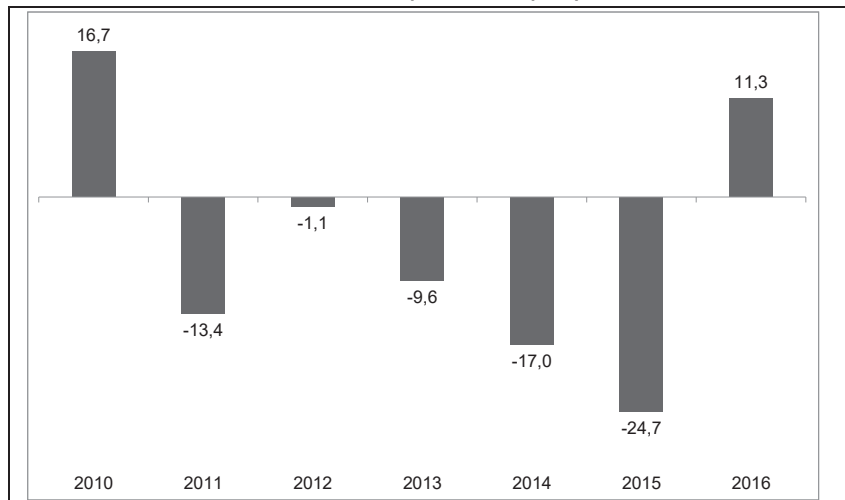
⁴⁷ Згідно з класифікацією МВФ, три вказані країни (Польща, Угорщина, Туреччина) належать до однієї групи – **європейських висхідних (ЄВ) країн (*Emerging and Developing Europe*)**. Тому в подальшому при зверненні до визначеної трійки також використовуватиметься цей термін. – World Economic Outlook, October 2016. P.210. – <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/02/>.

⁴⁸ Докладніше див. статтю С. Корабліна «Платіжний баланс України та ціни на сировину», розміщену в цьому виданні.

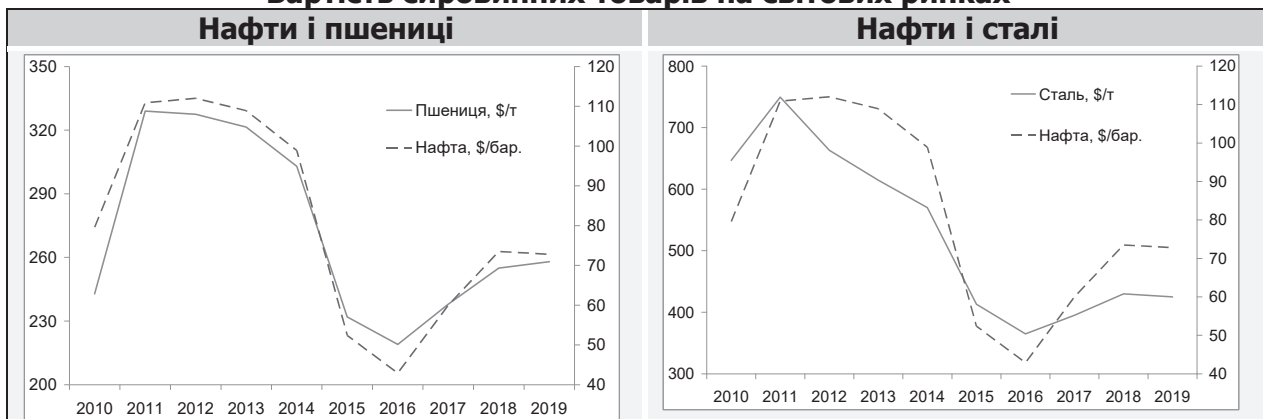
⁴⁹ Bloomberg Commodity Index. – <https://www.bloomberg.com/quote/BCOM:IND>.

Найближчими роками, за міжнародними оцінками, зміна вартості **головних біржових товарів на світових ринках** не носитиме шоковий характер. Радше слід говорити про **помірне зростання цін** відповідно до незначного зростання глобального сукупного попиту.

Зміна індексу сировинних товарів,
% до попереднього року



Вартість сировинних товарів на світових ринках



Нафта – права шкала.

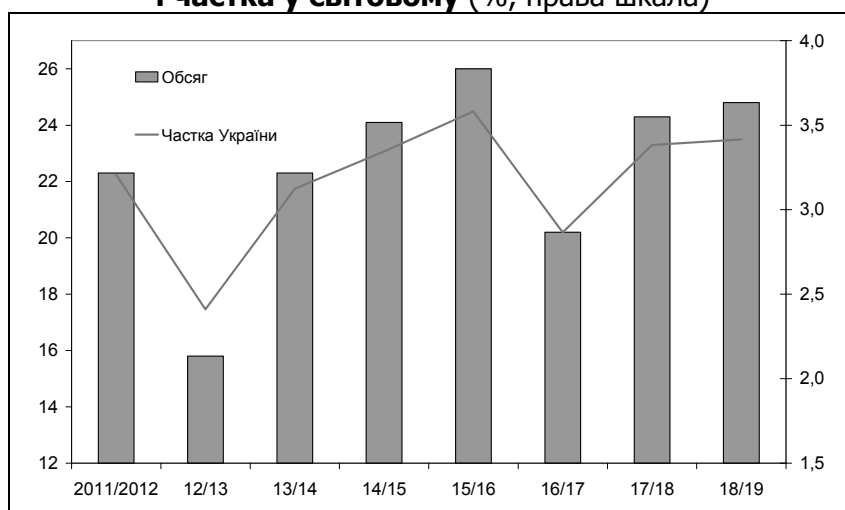
Так, для нафти, цінова динаміка якої є визначальною й для більшості інших сировинних товарів (а для України значною мірою формує вартісні показники імпорту), очікується, що хоча й покращаться її (нафти) вартісні показники, проте вони залишатимуться на відносно невисокому рівні (орієнтир для 2019р. – близько \$70/бар.)⁵⁰. Динаміка ж **вартості**

⁵⁰ Втім ситуація на ринках нафти є вкрай суперечливою. З одного боку, ОПЕК і 11 країн, що приєдналися до організації, узгодили скорочення видобутку нафти до 1,8 млн. барелів на день. Дотримання таких умов дозволить знизити надлишкові запаси, що сприятиме зростаючій ціновій динаміці. Однак, саме можливість дотримання такого рішення є вельми сумнівною. З іншого боку, швидке нарощування сланцевого видобутку (нафти, газу) може підштовхнути окремі країни до недотримання узгоджених умов, а відтак – розширення поставок нафти на світові ринки, що спричинить тенденції до зниження вартостей. – Сырьевой суперцикл возвращается, <http://www.ukragroconsult.com/>. Більше того, внаслідок розконсервування видобутку нафти в США (одна із складових нової економічної політики), з початку березня 2017р. спостерігається помітне зниження нафтових котувань на міжнародних ринках (падіння вартості

сировинних товарів і товарів з низькою доданою вартістю, якими значною мірою визначаються вартісні показники експорту України (зернові, продукція металургії тощо)⁵¹, є більш полоною (діаграма «Вартість сировинних товарів на світових ринках»⁵²). Тобто **умови торгівлі для України** найближчими роками, вірогідно, **не матимуть тенденції до покращення**.

Поряд з цим, слід вказати, що останніми роками Україні вдалося досягти помітних успіхів на світових ринках в окремих сферах – країна має стійкий рівень виробництва зернових, зокрема пшениці, кукурудзи. Більше того, Україна вже посідає помітне місце і як світовий експортер зернових. Так, зокрема, у 2017-2019рр. за експертними оцінками, частка України у світовому виробництві пшениці складатиме 3,3-3,4% (що є приблизно на такому ж рівні, як спостерігалось у 2013-2016рр.)⁵³ (діаграма «Виробництво пшениці в Україні і частка у світовому»).

**Виробництво пшениці в Україні (млн. т)
і частка у світовому (% , права шкала)**



При цьому, Україна таки має можливості для збільшення експортних надходжень від продажу зернових. В умовах неможливості розширення посівних площ, виробники можуть спрямовувати зусилля або на підвищення продуктивності⁵⁴, або ж підвищення класу продукту⁵⁵. Це

упродовж місяця – понад 10%). Таким чином, не виключена й зміна тенденцій у середньостроковій перспективі.

⁵¹ У структурі експорту товарів України у 2016р. (обсягом \$36,4 млрд.) частка зернових культур складає 16,7%, чорної металургії – 19,9%. У структурі імпорту (обсягом \$39,2 млрд.) частка мінеральних палив і нафти сягає 20,0%, хімічної промисловості – 14,3%. Тобто, понад третини експорту та імпорту визначаються саме сировинними товарами і товарами з низькою доданою вартістю, значною мірою залежними від мінливості біржової кон'юнктури.

⁵² Commodity Prices, Forecast 2015-2019. – <http://knoema.ru/wxgcxde/commodity-prices-forecast-2015-2019-charts-and-tables>.

⁵³ Хоча і незначним поки чином, проте країна по деяких товарах і товарних групах вже не пасивно приймає міжнародні цінові умови, а поступово наближається до групи країн, які є ціноутворювачами.

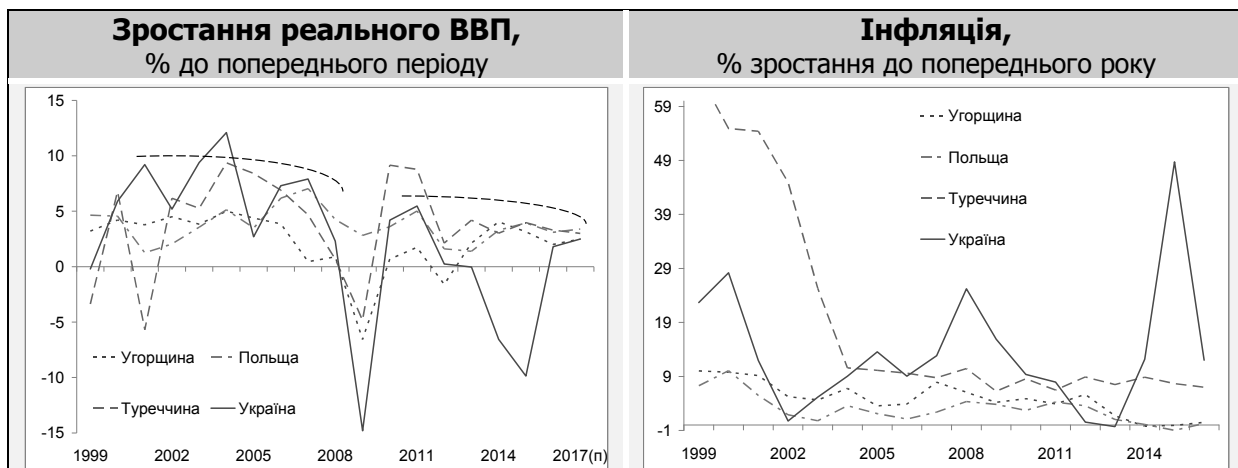
⁵⁴ Останніми роками врожайність пшениці в Україні складає 3,7-3,8 т/га (на рівні середньосвітових показників), при тому, що в країнах ЄС – 5,5-5,6 т/га, Китаї – 5,1-5,2 т/га.

значною мірою може стати чинником залучення інвестицій в аграрну сферу (насамперед, переробку), які (інвестиції) своєю чергою спонукатимуть до структурних змін в економіці загалом.

Таким чином, **для України** упродовж наступних 2-3 років ймовірним є **погіршення умов торгівлі**, що у 2018-2019рр., поряд з політичними напруженостями, актуалізує **виклики і ризики, пов'язані з погіршенням структури платіжного балансу**, зовнішньоекономічних, а з тим і макроекономічних, балансів (зростанням зовнішньоторговельних та бюджетних дефіцитів, посиленням боргового навантаження, про що докладніше далі). Однак, послідовна зважена політика, спрямована на зміну структури виробництва та експорту, дозволить мінімізувати негативні впливи.

Динаміка і структура ВВП. Для уточнення зовнішніх впливів на макроекономічне середовище і недопущення його погіршення необхідним є звернення до структури ВВП. Як вказано, відповідний аналіз торкнеться не лише України, а й трьох європейських висхідних країн, що дозволить **чіткіше проілюструвати втрати** вітчизняної економіки та упущення економічної політики.

Насамперед, слід звернути увагу на макроекономічні стабілізаційні умови розвитку визначених країн. Більшості європейських висхідних (ЄВ) країн упродовж останніх двох десятиліть вдалося досягти позитивних результатів і утримувати загалом стійку зростаючу економічну динаміку. Фактично можна говорити про дві хвилі – досить високого зростання у докризовий період (2000-2008рр.), а також помірних темпів зростання у посткризовий період (2010-2016рр.). Однак, якщо упродовж першого періоду Україна демонструвала навіть вищі темпи зростання (середньорічні – 7,5%) порівняно з партнерськими країнами, то упродовж другого – країна має відверто кризову динаміку і значно відстає від сусідів (діаграма «Зростання реального ВВП»⁵⁵).



⁵⁵ Значну частку виробництва зернових складає зерно низького (3-4) класу. Виробництво ж «твердих» сортів пшениці дозволить отримати вищі вигоди на світових ринках.

⁵⁶ У цьому розділі, якщо не вказано інше, використані дані, представлені у *World Bank Indicators*. – <http://data.worldbank.org/indicator>. [WBI].

Водночас, для країн ЄС поки зарано вести мову про стійкість другої хвилі зростання, оскільки економічне гальмування в «старих» країнах-членах ЄС може мати обмежуючий вплив на європейську економіку загалом. Тим більші складнощі має Туреччина, в якій після політичної кризи 2016р. (невдалої спроби «державного перевороту») вірогідним є погіршення (найближчими роками) макроекономічної динаміки.

Слід звернути увагу на інфляційні особливості. Якщо для європейських країн антиінфляційна політика була складовою євро-інтеграційних процесів, то Туреччина й Україна досі не змогли утримувати низькі рівні зростання індексу споживчих цін (інфляції) (діаграма «*Інфляція*»). Проте особливістю Туреччини є саме те, що країна, хоча ще на початку століття мала значні інфляційні шоки, втім домоглася утримання високих темпів зростання реального ВВП. Тобто **навіть «підвищена» інфляція**, як підтверджує досвід Туреччини, за належної монетарної і фінансової політики підтримки реального сектору та його структурним трансформаціям, **не є гальмом для економічного зростання** – що є важливим прикладом для України у виборі та реалізації стабілізаційної політики.

Одним з найвагоміших факторів, що дозволяє країні підтримувати стійкий рівень **збалансованого зростання** і розвитку, є **рівень національних заощаджень** (у структурі ВВП), що визначається часткою доходу у розпорядженні домогосподарств, яка не споживається (а тому й потенційно **може стати джерелом інвестицій**). Нагадаємо, низький рівень внутрішніх заощаджень, з *одного боку*, може стати чинником погіршення спроможності банківської системи до економічного стимулювання⁵⁷, скорочення інвестицій та інвестиційного потенціалу (вже у середньо-строковій перспективі)⁵⁸, з *іншого* – приводити до погіршення сальдо рахунку поточних операцій платіжного балансу (вияв дисбалансів «*заощаджень-інвестицій*», врізка «*Макроекономічний взаємозв'язок заощаджень, інвестицій і поточного рахунку*»), що вже у коротко-строковому аспекті вимагає розширення доступу до зовнішніх позичкових ресурсів з подальшим погіршенням боргової ситуації країни.

МАКРОЕКОНОМІЧНИЙ ВЗАЄМОЗВ'ЯЗОК ЗАОЩАДЖЕНЬ, ІНВЕСТИЦІЙ І ПОТОЧНОГО РАХУНКУ

Важливість **впливу заощаджень** на макроекономічне середовище і результативність заходів економічної політики чітко проявляється у т.зв. **балансі «заощаджень-інвестицій»**, визначеного для структури ВВП⁵⁹: різниця між національними заощадженнями (S), які є різницею між наявним доходом і внутрішнім споживанням, та

⁵⁷ Зокрема, див. статтю А.Дробязка, О.Любіча та А.Свистуна «Банки з державним капіталом як інструмент прискорення економічного розвитку держави», розміщену в цьому виданні.

⁵⁸ Водночас, загально визнаною є закономірність (за рідким виключенням) – чим вищим є рівень заощаджень у національній економіці, тим вищим є і рівень внутрішніх інвестицій.

⁵⁹ Див., зокрема: Політика монетарного розширення на підтримку зростання і розвитку. / *Наук. ред. В.Юрчишин.* – Київ: 2016, 116с.

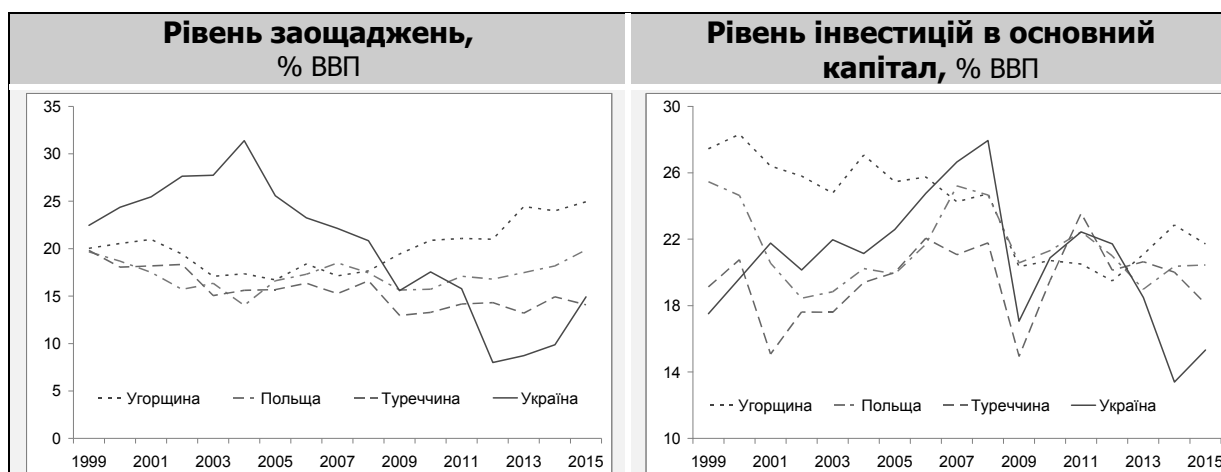
інвестиціями (I) дорівнює сальдо рахунку поточних операцій платіжного балансу⁶⁰ (CAB):

$$(S - I) = CAB.$$

Іншими словами: ресурси, які не використовуються в економіці (або яких не вистачає в економіці із джерел внутрішніх заощаджень), можуть бути використані за кордоном (або ж, відповідно, отримані з-за кордону), що й відбивається у сальдо рахунку поточних операцій країни.

Тобто сальдо рахунку поточних операцій відображає не тільки прямі зміни в експорті та імпорті, але й зміни у рівні національних заощаджень та інвестування (у т.ч. спричинені змінами процентних ставок, валютного курсу, рівня оподаткування, усвідомлення економічних ризиків тощо).

Ситуація з рівнем заощаджень, звичайно, має певні особливості, втім, динаміка **зростання реального ВВП** значною мірою **співвідноситься з рівнем заощаджень**. Так, з середини 2000-х років у розглядуваних країнах-членах ЄС, поряд зі зміцненням європейських інститутів і глобальної позитивної економічної динаміки, рівень заощаджень демонстрував помірну, проте стійку тенденцію до зростання. А Україна навіть була серед лідерів як темпів економічного зростання, так і рівня заощаджень (діаграма «Рівень заощаджень»). Кризові ж процеси в Україні призвели до посилення негативних очікувань, а також втрат купівельної спроможності (внаслідок падіння реальних доходів), що суттєво знизило рівень заощаджень, а з тим й інвестицій в основний капітал (діаграма «Рівень інвестицій в основний капітал»)⁶¹.



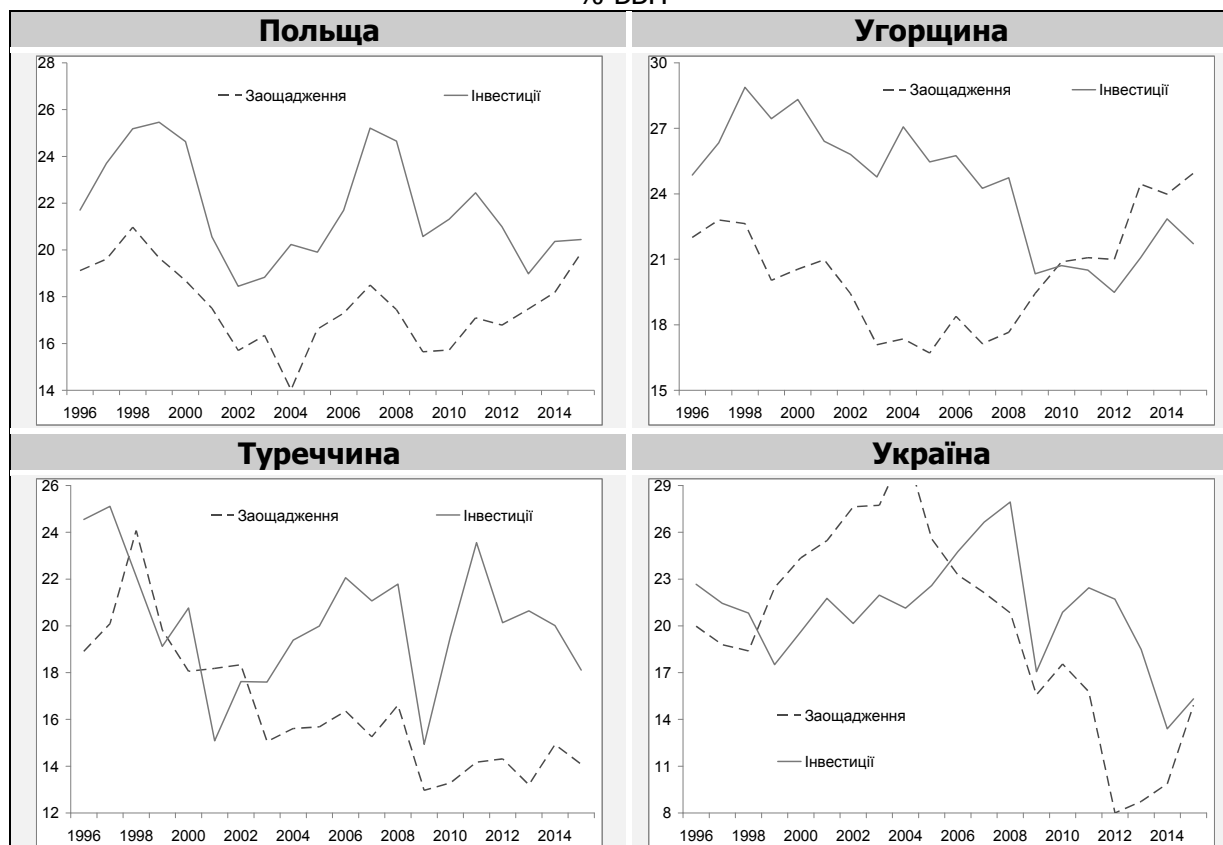
Зрозуміло, в умовах погіршення очікувань суттєвими є **інвестиційні розриви**. Хоча й нема безпосереднього взаємозв'язку між динамікою заощаджень та інвестицій в основний капітал, однак, справедливим є наступний зв'язок – **вищий рівень заощаджень** у середньостроковій перспективі (за інших рівних умов) часто означає і **вищий рівень інвестицій в основний капітал** (діаграма «Рівень заощаджень та

⁶⁰ Сальдо рахунку поточних операцій платіжного балансу є сумою чистих потоків товарів та послуг (зовнішньоторговельне сальдо), доходів та поточних трансфертів, що здійснюються між країнами.

⁶¹ У структурі ВВП України, за попередніми результатами 2016р., кінцеві споживчі витрати складають 84,7%, частка валового нагромадження основного капіталу – 15,1%, що залишається низьким показником для забезпечення стійкого збалансованого економічного зростання.

інвестицій в основний капітал»). Такі співвідношення чітко підтверджуються випадком Польщі та України, а випадок Угорщини засвідчує інший вияв – певне зменшення рівня інвестування при зростанні заощаджень, за рахунок чого може відбутись покращання зовнішньоекономічного сальдо (див. нижче діаграму «Умови торгівлі та сальдо рахунку поточних операцій»).

**Рівень заощаджень та інвестицій в основний капітал,
% ВВП**



Також підкреслимо, що країни з **високим рівнем заощаджень**, як правило, **не мають проблем** з доступом до фінансових ресурсів (насамперед, внутрішніх), що дозволяє, крім іншого, **підтримувати як високий рівень інвестицій, так і стійку економічну динаміку**. Разом з тим, у більшості випадків, якщо відсутні значні інституційні обмеження на свободу капіталів, ці самі країни є й експортерами капіталів.

Вплив умов торгівлі на макроекономічні складові. Розгляд зовнішньоекономічної динаміки часто зосереджується на питаннях структури (географічної і галузевої) торгівлі, торговельних режимів, інструментів сприяння тощо. Однак, виокремлюється низка факторів, які, *з одного боку*, мають всеосяжний характер (впливають на всі або переважну більшість товарів і послуг, які є предметом торгівлі), *з іншого* – визначаються зовнішніми економічними агентами (і вплив на які національних агентів переважно незначний або й відсутній).

Серед множини таких факторів виокремлюються т.зв. умови торгівлі і валютний курс. Водночас, якщо до вагомості курсової динаміки увага завжди присутня, то питання макроекономічних впливів умов торгівлі

загалом недооцінене. Тому в цьому підрозділі акцентація саме й стосуватиметься макроекономічних взаємозв'язків навколо умов торгівлі.

Умови торгівлі⁶² (*Terms of trade – ToT*) – **співвідношення експортних та імпорتنих цін** певного товару або індексу експортних та імпорتنих цін у цілому⁶³:

$$ToT = \text{Індекс експортних цін} / \text{Індекс імпорتنих цін}$$

Умови торгівлі відображають **співвідношення взаємного попиту і взаємної пропозиції на експорт і на імпорт кожної країни**⁶⁴, розраховуються на базі співвідношення індексу експортних та імпорتنих цін кожної країни. Визначені умови часто слугують одним з найважливіших **орієнтирів для вироблення зовнішньоекономічної політики**.

Загалом, макроекономічна ситуація навколо умов торгівлі має довгу історію дискусій⁶⁵. У т.ч. пов'язана із розвитком і взаємозв'язками розвинутих і висхідних країн. Довгий час розвинуті країни домінували на світових ринках, підтримуючи низькі рівні сировинних товарів, експортерами яких були висхідні країни. Зрозуміло, в таких умовах вигоди від цінових умов, а також доходів від зовнішньої торгівлі зосереджувались у великих розвинутих країнах⁶⁶.

Так, якщо $ToT = 100$ означає рівність цін експортного та імпортного «кошиків», то зростаючий індекс умов торгівлі ($ToT > 100$) означає, що експортний «кошик» країни (при зростанні сукупної ціни експорту порівняно з сукупною ціною імпорту) дозволяє придбати дедалі більше імпорتنих товарів (і можна стверджувати, що добробут країни матиме тенденцію до підвищення). Зниження ж індексу умов торгівлі ($ToT < 100$) вказує на зростання сукупної ціни імпорتنих (для певної країни) товарів порівняно із сукупною ціною експорту, а тому стає можливим придбати щораз менше імпорتنих товарів (і добробут країни може знижуватися) (див., зокрема, вірзку «Індекс умов торгівлі за доходами»⁶⁷).

ІНДЕКС УМОВ ТОРГІВЛІ ЗА ДОХОДАМИ

В системі міжнародної торгівлі існує низка інших індикаторів, що базуються на співвідношенні експортних та імпорتنих цін.

Зокрема, виокремлюється *Індекс умов торгівлі за доходами*, який визначає можливості країни імпортувати товари за рахунок експортної

⁶²... також вживається термін «товарні або чисті бартерні умови торгівлі». Слід зауважити, що загалом, існують різноманітні визначення вказаного терміну, значною мірою залежними від уточненого предмету дослідження.

⁶³ Terms of trade. – <https://data.oecd.org/trade/terms-of-trade.htm>.

⁶⁴ Див., зокрема: Савельєв Є.В. Міжнародна економіка: теорія міжнародної торгівлі і фінансів. – <http://readbookz.com/pbooks/book-43/ua/chapter-2137/>.

⁶⁵ Deardorff A.V. What Do We (and Others) Mean by “The Terms of Trade”? – <http://fordschool.umich.edu/rsie/workingpapers/Papers651-675/r651.pdf>.

⁶⁶ Evolution in the terms of trade and its impact on developing countries. – http://unctad.org/en/docs/tdr2005ch3_en.pdf.

⁶⁷ Див., зокрема: Савельєв Є.В. Міжнародна економіка: теорія міжнародної торгівлі і фінансів. – <http://readbookz.com/pbooks/book-43/ua/chapter-2137/>.

виручки і обчислюється як (товарні) умови торгівлі, помножені на кількісний індекс експорту (кількість «одиниць» експорту). Підвищення цього індексу свідчить, що завдяки зростанню доходів від експорту збільшуються можливості ширшого доступу до імпортних товарів і послуг.

Динаміка різних індексів (пов'язаних з умовами торгівлі) за різними індексами) можуть не співпадати. Наприклад, якщо зростання експортних цін супроводжується суттєвим скороченням фізичних обсягів експорту, то (товарний) індекс умов торгівлі зростатиме, а індекс умов торгівлі за доходом знижуватиметься.

І навпаки, різке падіння вартості нафти на світових ринках у 2014-2015рр., призвело, навіть при збільшенні обсягів експорту, до помітного падіння доходів і наповнення бюджетів багатьох країн-експортерів нафти, що, своєю чергою, стало чинником економічного гальмування.

Протягом останніх двох десятиліть зростання глобалізації спричинило, з *одного боку*, зниження вартості виробленої продукції, у т.ч. за рахунок розгортання конкурентних виробництв у висхідних країнах, і, як наслідок цього, перевага розвинутих (індустріальних) країн над висхідними країнами помітно зменшилася. З *іншого* – очікуване сьогодні посилення протекціоністських обмежень, вірогідно, спричинить відновлення актуалізації проблематики, пов'язаної з умовами торгівлі та їх впливу на платіжний баланс та інші макроекономічні складові формування ВВП.

Загалом, на сьогодні вважається визнаним, що **вплив умов торгівлі** на торговельний баланс, а також сальдо рахунку поточних операцій платіжного балансу, **не є однозначним або чітко визначеним**⁶⁸. Однак, як не дивно, **для випадку України саме виконується значна частина «традиційних» взаємозв'язків та впливів**⁶⁹.

Насамперед, зазначимо, що загалом **чим вищою є конкурентоспроможність** і розвиненість країни, **тим меншим є вплив** на її платіжний баланс змін в умовах торгівлі⁷⁰, що й підтверджується для багатьох країн. Так, для успішних висхідних країн, яким вдається посилити конкурентоспроможність (в умовах конкурентних вимог ЄС), коливання індексу умов торгівлі не є значними (Польща, Угорщина, діаграма «*Умови торгівлі*»). Водночас, менш успішні висхідні країни (у т.ч. Україна), а також країни-експортери енергоресурсів, які суттєво залежать від зовнішньої кон'юнктури і попит на які не є стійким, мають високу волатильність значень відповідного індексу.

І хоча позитивні зміни в умовах торгівлі дійсно значною мірою сприяють покращенню рахунку поточних операцій платіжного балансу (діаграма «*Умови торгівлі та сальдо рахунку поточних операцій*»), проте не менш важливими для такого покращення є структурні зміни⁷¹ (приклад Польщі,

⁶⁸ Trade and Development Report, 2005. – http://unctad.org/en/docs/tdr2005_en.pdf.

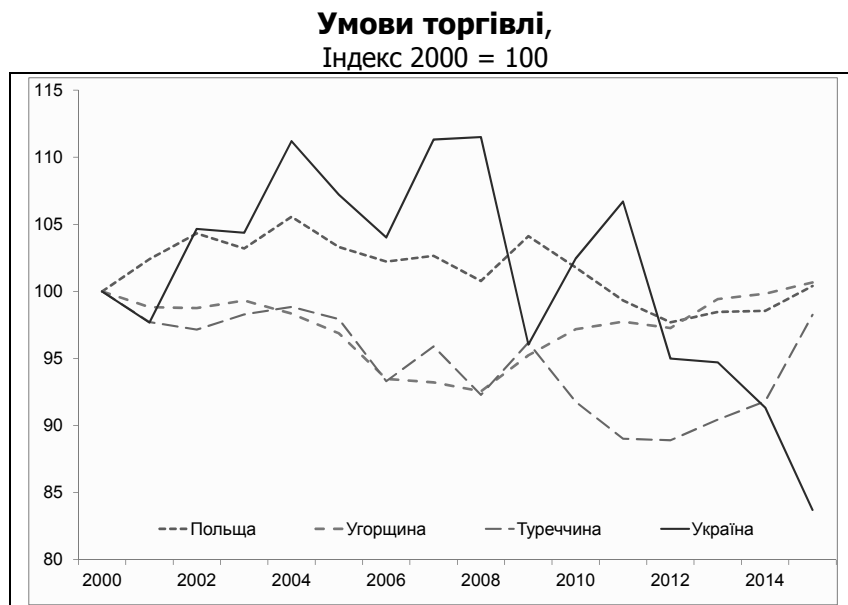
⁶⁹ Докладніше див. статтю С. Корабліна «Платіжний баланс України та ціни на сировину», розміщену в цьому виданні.

⁷⁰ Kent C., Cashin P. The Response of the Current Account to Terms of Trade Shocks: Persistence Matter. – <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp03143.pdf>.

⁷¹ За офіційними даними НБУ, **дефіцит** рахунку поточних операцій платіжного балансу у 2016р. склав \$3,8 млрд. (4.1% ВВП, порівняно з 0,2% ВВП у 2015р.).

для якої, хоча й погіршилися умови торгівлі у посткризовий період, проте вдалося суттєво покращити сальдо рахунку поточних операцій) (врізка «Небезпека зовнішньоторговельного дефіциту?»).

Втім, як вказано вище, сальдо рахунку поточних операцій може покращитись навіть в умовах погіршення умов торгівлі – якщо країна суттєво **зменшить імпорт «чутливих» товарів**. Так, для України останніми роками умови торгівлі помітно погіршувались (значне падіння біржових цін на зернові та продукцію металургії), проте за рахунок відмови від значних обсягів імпорту газу (з Росії) зовнішньоторговельні дефіцити суттєво зменшились.



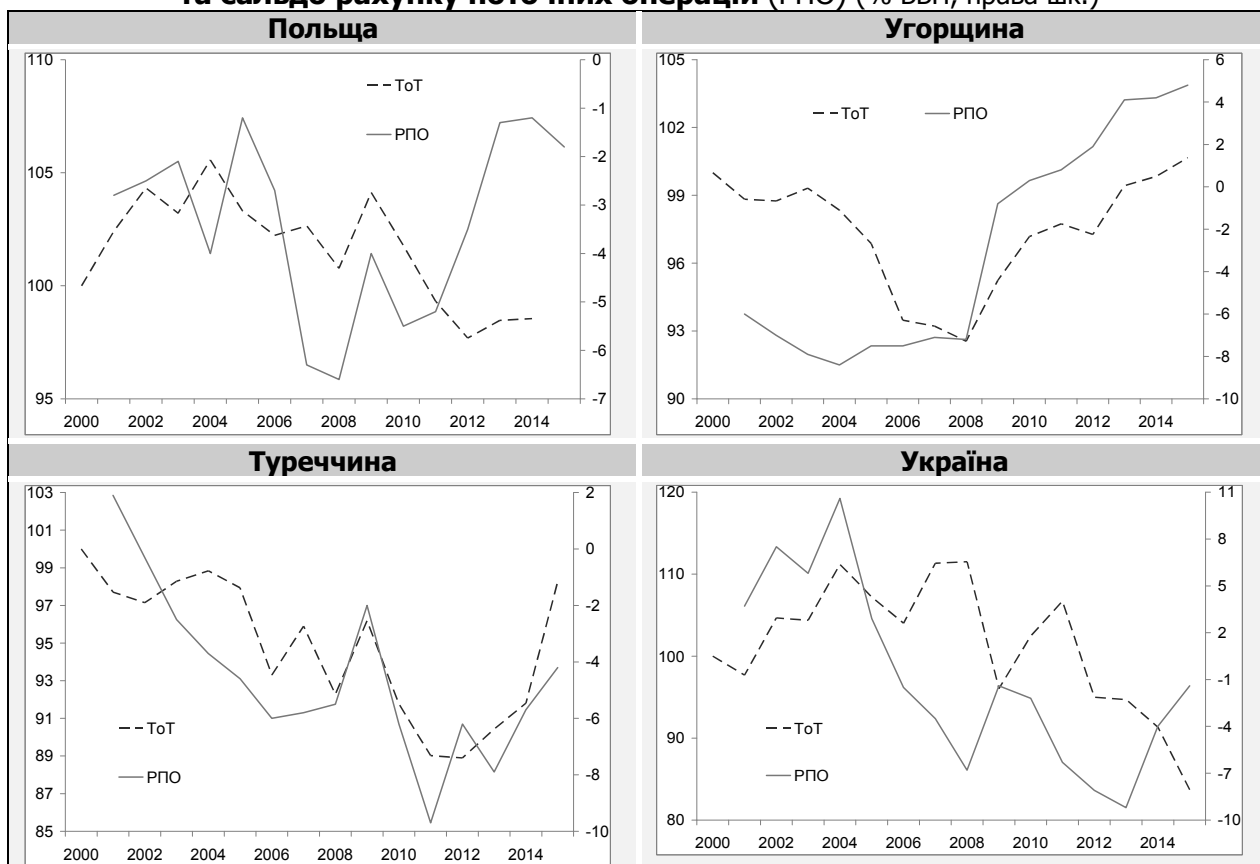
Неоднозначним також є вплив умов торгівлі на розширення експорту, у т.ч. для ЄВ країн (діаграма «Умови торгівлі та експорт товарів»). Так, покращення умов торгівлі для Угорщини підтримувало експортне розширення, що, водночас, помітно покращувало сальдо рахунку поточних операцій. Падіння ж обсягів експорту для України останніми роками переважно зумовлено **російською агресією** і кризовими процесами, за яких значимість **погіршення умов торгівлі відіграє вже другорядну роль** (як зазначалось, Україна у вказаний період ще сильніше зменшила імпорт)⁷².

Значною мірою це зумовлено **падінням експорту** (товарів і послуг) на 4,0% (у 2015р. – падіння 27%) при **зростанні імпорту** на 4,4% (у 2015р. темпи падіння становили 29%). Тобто **структура поточного рахунку набуває відверто дефіцитного характеру**, що в українській практиці означає посилення дисбалансів зовнішнього сектору, насамперед – девальваційних ризиків.

⁷² Важливим є питання зміни торговельних потоків в умовах прискорення економічного зростання і запровадження США певних протекціоністських заходів, про що йшлося у розділі 1. *З одного боку*, протекціоністські обмеження спричинять погіршення умов доступу до американських ринків. *З іншого* – краща економічна динаміка і зростання доходів у США означатиме підвищення сукупного попиту в країні, а з тим і імпорту, у т.ч. з висхідних країн (окремі з яких можуть отримати значні вигоди, зважаючи на величину економіки США).

Між тим, такі зміни, вірогідно, не матимуть безпосереднього впливу на експорт розглядуваних країн до США, внаслідок загалом низької частки США

**Умови торгівлі (ToT) (індекс, 2000 = 100)
та сальдо рахунку поточних операцій (РПО) (% ВВП, права шк.)**



НЕБЕЗПЕКА ЗОВНІШНЬОТОРГОВЕЛЬНОГО ДЕФІЦИТУ?

Нагадаємо, хоча дефіцит рахунку поточних операцій визнається таким, що може спричинити макроекономічні ускладнення для країни, проте ставлення до такого дефіциту має розглядатись з врахуванням чинників і джерел його появи:

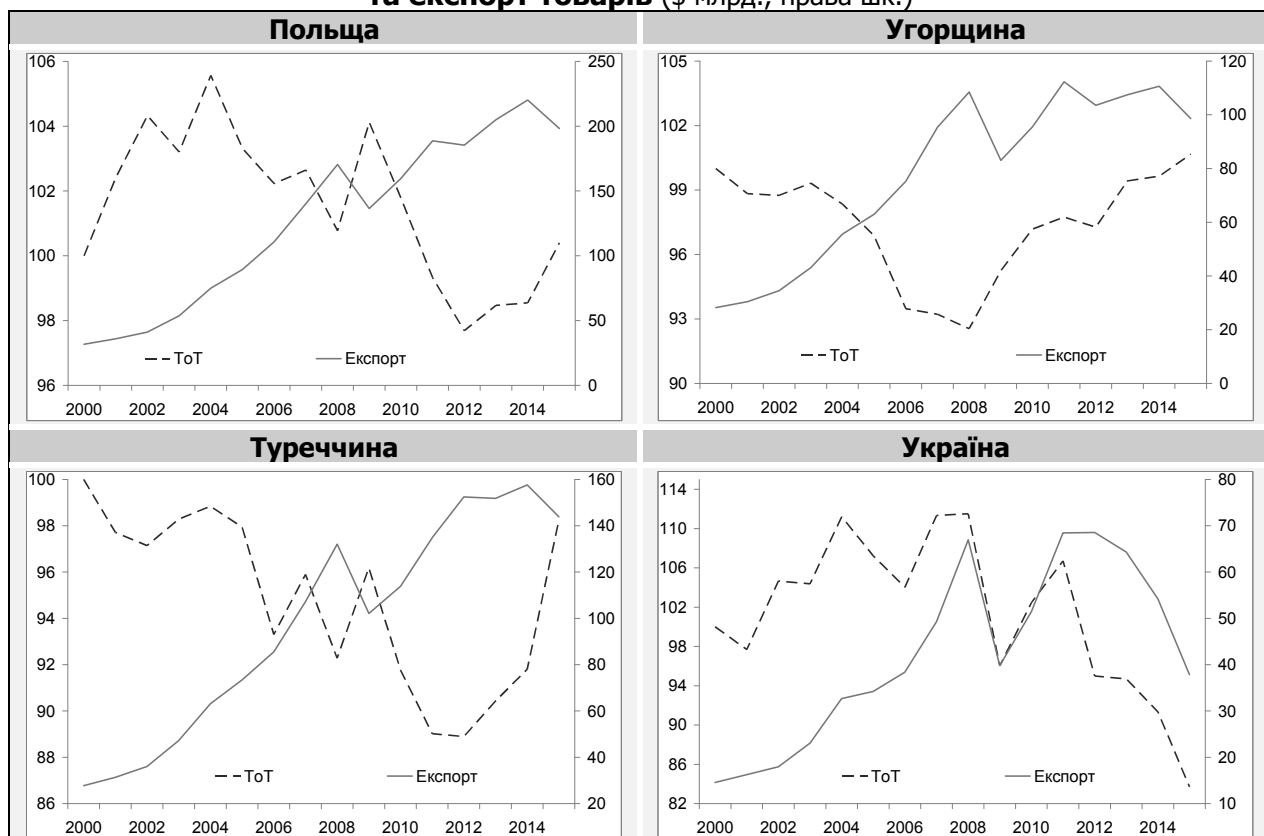
- якщо дефіцит виник внаслідок змін у структурі попиту у національній економіці (зокрема підвищення попиту на імпортні товари), то він (дефіцит) частково може бути компенсований через імпортозаміщення або ж розширення експорту тих власних товарів і послуг, які є конкурентними;
- якщо дефіцит виник внаслідок розширення імпорту інвестиційних товарів і технологій, то може навіть вітатись, оскільки вказує на потенційні структурні зміни, які можуть стати складовою економічного прискорення;
- якщо дефіцит виник з-за помітного зниження виробничого експорту (без відповідного зменшення імпорту), то такий дисбаланс вже засвідчує структурні втрати, які можуть мати системний дисбалансуючий вплив (сповільнення економічної динаміки, підвищення безробіття, зменшення валютних надходжень).

у експорті країн ЦСЄ. Так, за даними 2015р., частка експорту Польщі до США в загальному обсязі експорту країни складала всього 2,3%, Угорщини – 2,8%, Туреччини – 4,5%, України – 1,3%. – JP Morgan Outlook and Strategy for 2017, November 2016.

Нагадаємо, девальвація, яка часто є наслідком зовнішньоторговельного дефіциту, може призвести до помітного зростання інфляції, а також процентної ставки (для утримання капіталів від утікання), що вже матиме системний негативний макроекономічний ефект.

Крім того, макроекономічні дисбаланси партнерських країн також можуть призвести до погіршення показників зовнішньої торгівлі розглядуваної країни. Так, девальвація валюти у партнерській країні може призвести до втрати експорту «нашої» країни, що й погіршить показники платіжного балансу з відповідними подальшими втратами. Більше того, через партнерські країни (особливо з порівняно більшими економіками) передача умов торгівлі відбувається значно швидше і «агресивніше» (за намірів збереження історично утворених, хоча й далеко не завжди ефективних, зв'язків)⁷³.

Умови торгівлі (ToT) (індекс, 2000 = 100) та експорт товарів (\$ млрд., права шк.)



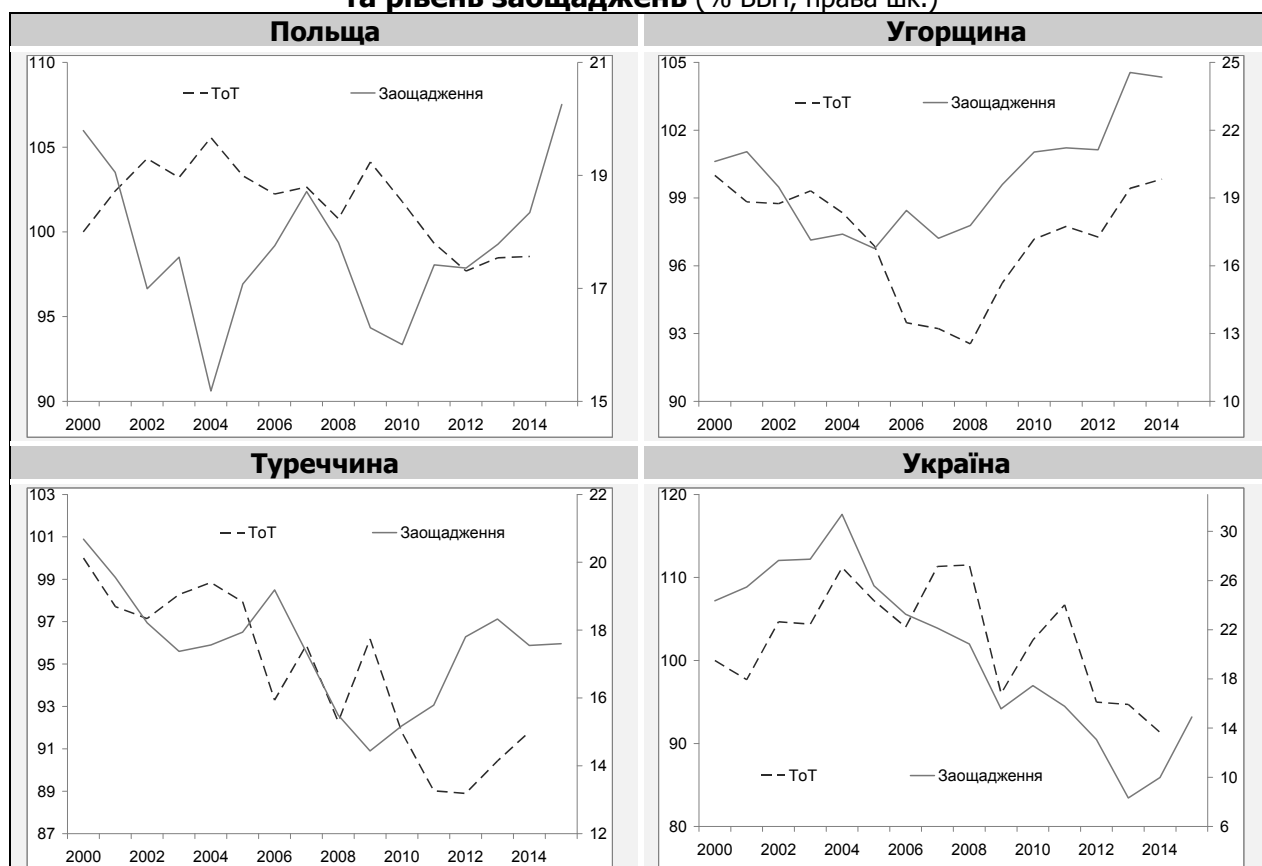
Зв'язок з інвестиційною складовою. Покращення умов торгівлі зазвичай є позитивним чинником для підвищення рівня заощаджень. Ефект доходу, який прискорюється при розширенні експорту, дозволяє витратити менше ресурсів на імпортні товари, що, водночас, дозволяє заощаджувати більшу частку ресурсів у розпорядженні. Однак, при швидкому розвитку країни і високому попиті на імпорту (споживчий чи інвестиційний) обсяги «вільних» ресурсів вже можуть зменшуватись, що

⁷³ Mai Y.H. The Awakening Chinese Economy: Macro and Terms of Trade Impacts on 10 Major Asia-Pacific Countries. – <https://www.adb.org/publications/>.

(замість підвищення) призводить до зниження рівня заощаджень і, зрештою, матиме стримуючий ефект у середньостроковій перспективі. Нагадаємо, як вказувалось вище, **національні заощадження є найвагомішим джерелом внутрішніх інвестицій**.

В Україні останніми роками одночасно відбувалась низка негативних процесів – як погіршення умов торгівлі, так і зниження рівня заощаджень, викликане кризовою втратою добробуту (близько 90% ВВП українці витрачають на поточне споживання) (діаграма «Умови торгівлі та рівень заощаджень»).

**Умови торгівлі (індекс, 2000 = 100)
та рівень заощаджень (% ВВП, права шк.)**



Втім, інвестиції, звичайно, не замикаються на виключно внутрішніх ресурсах – в низці випадків зовнішні інвестиції (прямі іноземні інвестиції – ПІІ) можуть підтримати рівень інвестиційного наповнення економіки висхідної країни. Так, належний **рівень заощаджень і позитивні умови торгівлі часто можуть спонукати до припливу ПІІ**, оскільки інвестори можуть вбачати в такій макроекономічній «комбінації» (позитивні рівні заощаджень та умов торгівлі) передумови подальшого стійкого зростання.

Справедливим є і зворотнє – ПІІ стають **чинником структурних змін**, які посилюють конкурентоспроможність, змінюють структуру економіки,

оновлюють експортний потенціал та товарну структуру експорту, і з тим – країна **покрощує умови торгівлі**⁷⁴.

Тобто, хоча **умови торгівлі і прямі іноземні інвестиції** загалом безпосередньо пов'язані з різними складовими макроекономічної структури, проте **опосередковано їх взаємний вплив є достатньо значимим**, насамперед **через систему національних заощаджень**.

Виокремимо два важливих аспекти включення ПІІ в національні макробаланси. *По-перше*, вкажемо, що **ПІІ є ваговою складовою інвестицій** в основний капітал для всіх країн, і особливо – для висхідних. В успішних ЄВ країнах останніми роками ПІІ відігравали відносно помірну роль (за виключенням окремих років прискорених структурних змін, як для прикладу в Угорщині в посткризовий період (діаграма «ПІІ – як частка в інвестиціях в основний капітал»). Проте для України упродовж останнього десятиліття частка ПІІ в формуванні основного капіталу в середньому знаходилась на рівні 25% (за винятком кризових обвалів 2013-2014рр., а також взагалі низьких макроекономічних та інвестиційних показників 2015-2016рр.).



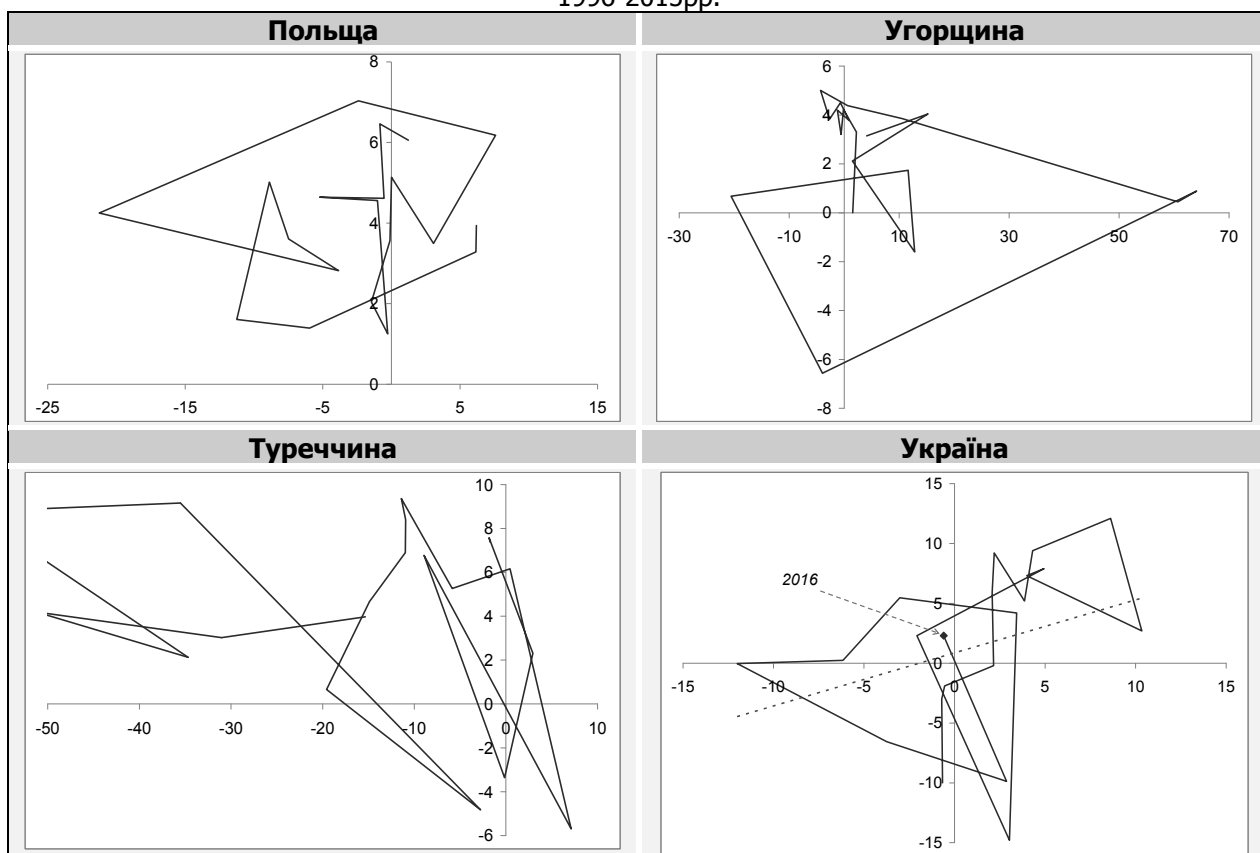
Тобто **заощадження** займають визначальну роль у посиленні макроекономічних **впливів умов торгівлі і прямих іноземних інвестицій**, які в сукупності можуть надати країні вагового економічного прискорення та вдосконалення структури економіки.

По-друге, саме **ПІІ** можуть виступати тим фактором, завдяки якому відбувається достатнє **балансування дефіциту рахунку поточних операцій** платіжного балансу (який (дефіцит) часто знаходиться під впливом умов торгівлі).

⁷⁴ Звичайно, можливі і «критичні» випадки, коли покращення умов торгівлі і приплив ПІІ призводять до погіршення сальдо рахунку поточних операцій. Наприклад, у випадку стрімкого економічного розвитку, коли суттєво зростає попит на інвестиційні товари, якими не володіє країна і зростаючі обсяги яких вимушена імпортувати (дія ефекту доходу) для підтримки зростання. – Wacker K., etc. Terms of Trade, Foreign Direct Investment, and Development: A Case of Intra-Asian «Kicking Away the Ladder»? – <https://www.adb.org/publications/>.

За міжнародною практикою, при оцінці дефіциту поточних операцій його величина оцінюється в термінах ВВП. І приймалося, що зовнішньоторговельна структура не є кризово загрозливою, якщо величина дефіциту не перевищує 3% ВВП. Упродовж останніх двох десятиліть, у зв'язку з стрімких розширенням капітальних потоків (у т.ч. ПІІ) і взаємним «проникненням» виробничих та торговельних інструментів, дедалі більшої уваги набуває обсяг ресурсів, що сумарно визначаються рахунком поточних операцій (РПО) та припливу ПІІ, які формують швидкий і безпосередній⁷⁵ вплив на поточне економічне середовище і пов'язуються з економічною динамікою. Тобто тих ресурсів, які **швидко «входять» в економічне середовище країни** і швидко починають генерувати **створення доданої вартості**.

Економічне зростання і баланс РПО та ПІІ, 1996-2015рр.



По горизонталі: РПО+ПІІ (\$ млрд.),
по вертикалі: зростання реального ВВП (% до попереднього року)

Саме приплив ПІІ дозволяє прискорити економічне зростання й поглинути високий імпорт для розширення виробництва та підвищення добробуту. Україна в кризовий і посткризовий періоди за стійкого погіршення зовнішньоторговельного сальдо не змогла адекватним чином залучати ПІІ. Вітчизняна економічна практика засвідчує чіткий **позитивний зв'язок** сумарного показника РПО і ПІІ та зростання реального ВВП (діаграма «Економічне зростання і баланс РПО та ПІІ»).

⁷⁵ ...хоча в системі національних рахунків ПІІ класифікуються як капітальні (а не поточні) ресурси, проте у контексті джерел зростання часто концентрують увагу саме на вказаному «об'єднанні».

Спрямування ж до негативних значень (РПО+ПІІ) в Україні може слугувати чітким сигналом до суттєвого **посилення ризиків економічних дисбалансів** вже в найближчій перспективі⁷⁶ (хоча для інших ЄВ країн подібна залежність не настільки чітко визначена).

У будь-якому разі, ПІІ виступають **джерелом фінансування зовнішніх дисбалансів** (див. також наступний розділ), а тому й конкурентоспроможність і стійкість країни значною мірою пов'язані з їх (ПІІ) потоками.

Монетарний вплив. Якщо взаємовплив умов торгівлі, заощаджень (баланс «збереження-інвестиції»), зовнішньої торгівлі (рахунок поточних операцій, експортний потенціал), ПІІ та економічного зростання, проглядається достатньо зрозумілим чином, то вплив монетарного стимулювання на зовнішній сектор часто носить досить суперечливий (конфліктний) характер, що ускладнює застосування належних інструментів.

Значною мірою це пов'язано з тим, що до головних завдань і функцій центрального банку країни належать забезпечення низької інфляції, стійкості національної грошової одиниці, сприяння економічному розвитку, покращення зайнятості. І лише далі йдеться про підтримку платіжного балансу. Звичайно, монетарна експансія (розширення пропозиції грошей) першочергово впливає на процентну ставку, а з тим і купівельну спроможність, інфляцію та курсову динаміку⁷⁷.

Саме в таких впливах проявляється конфліктність цілей та інструментів монетарної політики. Так, згідно з макроекономічними постулатами, підвищення процентної ставки зменшує витрати національних агентів на імпорт, що призводить до покращення рахунку поточних операцій платіжного балансу. Поряд з цим, вища процентна ставка, сприяючи припливу капіталів, призводить до зміцнення національної валюти, що вже є чинником погіршення рахунку поточних операцій. Звичайно, впливовість кожного з вказаних процесів суттєво залежить від структури економічного середовища, довіри іноземних інвесторів до макроекономічної та інституційної стійкості розглядуваної країни тощо⁷⁸.

В Україні, зазвичай, економічні шоки супроводжувались інвестиційними, інфляційними і валютними шоками, що підтверджується всією практикою країни. І навпаки – **знецінення гривні було серед вагомих чинників економічних втрат** (падіння ВВП, прискорення інфляції, погіршення ділової та інвестиційної привабливості). Хоча «слабка» гривня періодично допомагала покращенню зовнішньоторговельного сальдо, проте це мало лише короткостроковий вияв і не ставало чинником стійкого відновлення (діаграма «*Зростання реального ВВП і курс гривні*»).

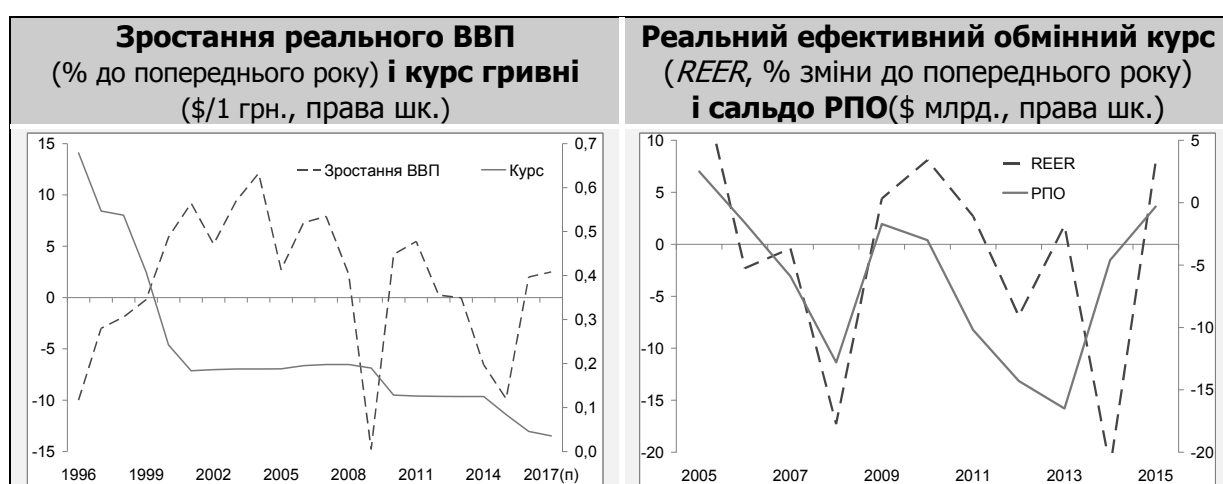
⁷⁶ У 2016р. зростання фінансового рахунку через приплив прямих іноземних інвестицій становило \$3,3 млрд. При дефіциті рахунку поточних операцій \$3,8 млрд., сумарний показник РПО+ПІІ для України має негативне значення \$0,6 млрд., що, як зазначалось, вказує на відновлення зовнішніх ризиків.

⁷⁷ Tagliabue G. Co-integrating relationship between terms of trade, money and current account: the italian evidence. – <https://ideas.repec.org/a/wut/journal/v3-4y2005p99-111.html>.

⁷⁸ Policies to reduce a current account deficit. – <http://www.economicshelp.org/macroeconomics/bop/policies-to-reduce-deficit/>.

Зробимо **загальне зауваження**. При дослідженні впливу заходів монетарної і валютної політики на макроекономічні баланси перевага віддається номінальним показникам і величинам (у т.ч. нами⁷⁹), проте в макроекономічній теорії увага також часто зосереджується на впливі т.зв. реального ефективного обмінного курсу (формується на базі курсової та інфляційної динаміки партнерських країн)⁸⁰, який в окремі періоди для **випадку України має значимий характер** (діаграма «Реальний ефективний обмінний курс і сальдо РПО»).

Однак, методика розрахунку реального курсу не дозволяє його використовувати для «швидкого» визначення і застосування адекватних інструментів економічної політики, насамперед, при розгортанні кризових процесів. Тому тут також увага зосереджена на тих складових і показниках, які дозволяють швидко реагувати на виникаючі макроекономічні дисбаланси.



Звичайно, усунення дисбалансів і ризиків вимагає чіткого визначення внутрішніх і зовнішніх факторів, а з тим і раціональний вибір тих заходів економічної політики (монетарної, фінансової, валютної, торговельної, структурної тощо), які зможуть допомагати макроекономічному збалансуванню.

Дія і **ефективність фінансової і монетарної політики як за різних режимів валютного курсу, так і за різної мобільності капіталу** виявляється різною і вимагає, як вказувалось, чіткого аналізу взаємовпливу політичних інструментів. Резюмуючі висновки у термінах загальновизнаної моделі макроекономічної рівноваги *IS-LM-BP* можуть бути наступними⁸¹:

⁷⁹ Див., зокрема: Сучасна валютна політика та особливості її реалізації в Україні. – Київ: 2016, 116с. Політика монетарного розширення на підтримку зростання і розвитку. – Київ: 2016, 120с.

⁸⁰ Згідно з теоретичними положеннями, зовнішньоторговельне сальдо залежить не стільки від номінального обмінного курсу, як це часто розглядається, а саме від реального обмінного курсу. Сенс цього полягає в тому, що торговельний баланс залежить від попиту на вітчизняні товари порівняно з попитом на іноземні, а такий відносний попит визначається відносними цінами (з врахуванням номінальних курсів валют та рівнів інфляції партнерських країн), тобто саме реальним курсом.

⁸¹ Див., зокрема: Курс лекцій по Макроекономіке. – www.iet.ru.

- фіскальна експансія (стимулююча фіскальна політика⁸²) в режимі фіксованого обмінного курсу є ефективним заходом впливу на дохід країни, за винятком випадку абсолютної немобільності капіталу; чим вища мобільність капіталу, тим більш ефективною виявляється фіскальна експансія;
- в режимі фіксованого валютного курсу монетарна політика виявляється малоефективним засобом стимулювання економіки;
- (адміністративна) девальвація (встановлення нового рівня фіксації курсу за обраного режиму фіксованого валютного курсу) може виступати політичним інструментом стимулювання зростання доходу; як і у випадку фіскальної експансії, ефективність запровадження такої політики буде тим вищою, чим вища мобільність капіталу;
- ефективність фіскальної політики в системі плаваючого режиму валютного курсу ґрунтується на ступені мобільності капіталів. За низької мобільності фіскальна експансія може стимулювати економіку і сприяти збільшенню доходу навіть більшою мірою, ніж у системі фіксованого курсу. Із зростанням ступеня мобільності капіталу фіскальна політика стає все менш ефективною;
- монетарна політика виявляється більш ефективною в системі плаваючого курсу, ніж у системі фіксованого курсу. Чим вища мобільність капіталу, тим виявляється більш ефективною монетарна політика в системі плаваючого обмінного курсу. Однак, чим вища мобільність капіталів, тим більш активною повинна бути монетарна політика для балансування зовнішнього сектора. Якщо процентна ставка не змінилась або змінилась мало у відповідь на монетарну експансію, то інвестиції залишаються незмінними і розширення національного доходу відбувається через зовнішній сектор;
- для всіх рівнів мобільності капіталу за режиму плаваючого курсу характерним є те, що зовнішній сектор супроводжує і підсилює результати монетарної експансії, сприяючи нарощуванню доходу.

Таким чином, макроекономічна теорія і досвід практично всіх країн однозначно вказують на те, що, *по-перше*, **неодмінною складовою** стійкого зростання і розвитку є **послідовне розширення пропозиції грошей**. *По-друге* – за будь-яких обставин розгортання макроекономічних дисбалансів, обмеження і вихід з кризи вимагають відповідного монетарного стимулювання.

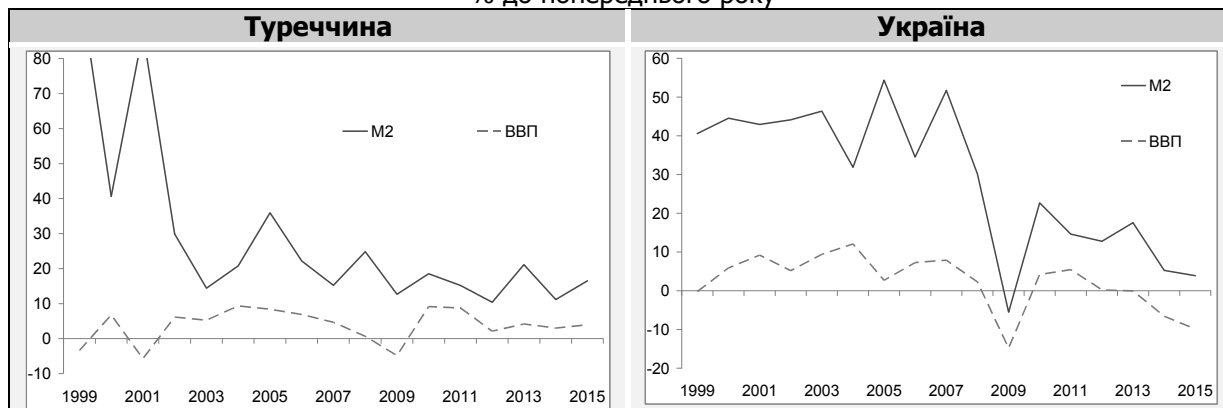
В Україні останніми роками (2014-2017рр.) монетарна влада країни (НБУ) запроваджує обмежуючу монетарну політику, скорочуючи наповнення економічного середовища реальними грошима і пригнічуючи економічну динаміку (діаграма «Зростання реального ВВП і грошової маси в Україні»)⁸³.

⁸² Традиційно розуміють як збільшення державних видатків чи зниження оподаткування.

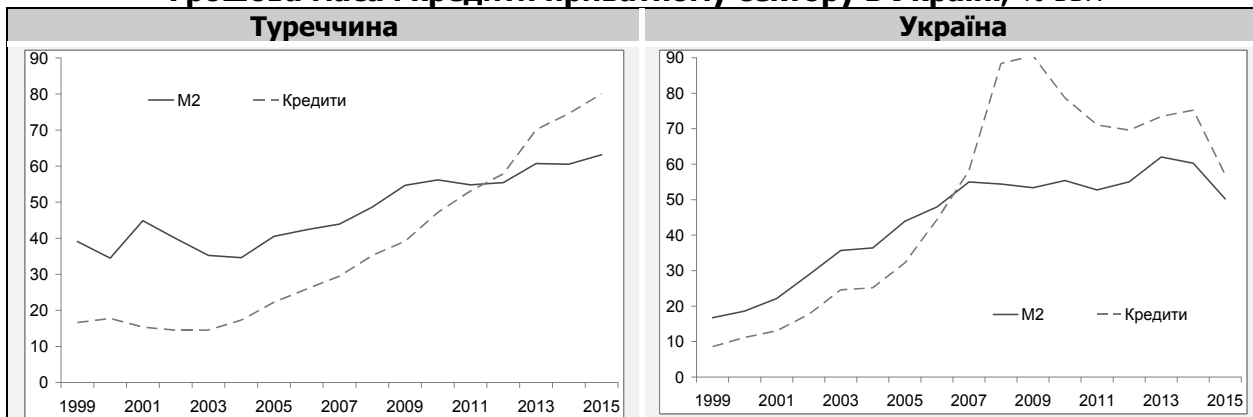
⁸³ Обмежуюча монетарна політика часто обґрунтовується тим, що під час розгортання кризових процесів, розширення пропозиції грошей і внутрішнього кредитування може погіршити рахунок поточних операцій і прискорити інфляцію.

Безпосереднім наслідком і результатом такої обмежуючої монетарної політики є, водночас, системне порушення кредитування – фактично упродовж всього посткризового періоду (після 2009р.) обсяги кредитування суб'єктів господарської діяльності послідовно зменшувались (діаграма «Грошова маса і кредити приватному сектору в Україні»), а з тим і погіршувалися мікро- та макроекономічні показники⁸⁴, а також зовнішньоекономічні можливості багатьох підприємств (позбавлених фінансових ресурсів, діаграма «Сальдо рахунку поточних операцій і кредити приватному сектору в Україні»)⁸⁵.

Зростання реального ВВП і грошової маси в Україні, % до попереднього року



Грошова маса і кредити приватному сектору в Україні, % ВВП



Так, **обмежуюча монетарна політика** може слугувати стабілізаційним інструментом, проте вона має використовуватись **вкрай обережно і упродовж досить короткого періоду**. Інакше, замість стабілізації,

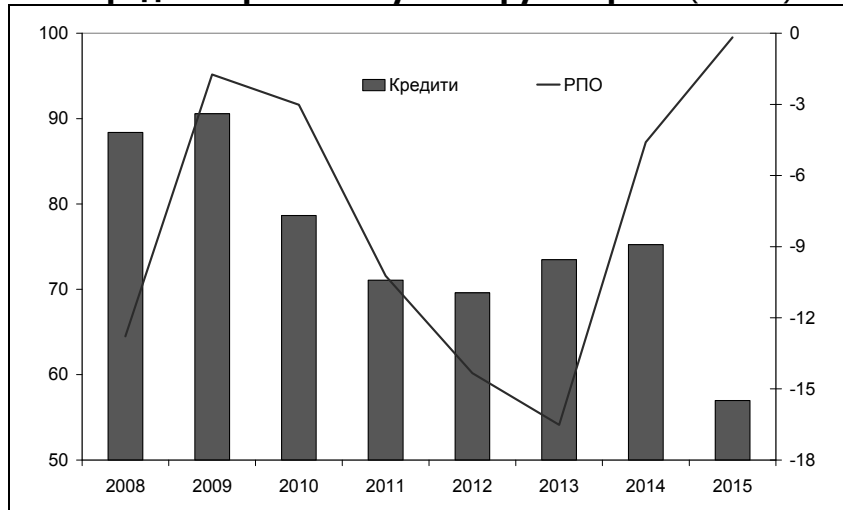
Однак, в багатьох випадках ситуація зворотня. Якраз «бідність» реального сектору на фінансові ресурси призводить до їх здорожчання і подальше пригнічення виробничої активності, що й насправді є складовими подальшого погіршення макроекономічних умов.

⁸⁴ Ежель О. Cherchez La Femme: що (не) вдалося Гонтаревій у НБУ. – <http://news.finance.ua/ua/news/-/399252/cherchez-la-femme-shho-ne-vdalosya-gontarevij-u-nbu>.

⁸⁵ Покращення сальдо рахунку поточних операцій в термінах ВВП у 2015-2016рр. значною мірою пов'язано як зі зменшенням величини зовнішньоторговельного дефіциту, так і падінням (доларового) обсягу ВВП, внаслідок обвальної девальвації.

монетарні обмеження виштовхують країну у довготривалу кризу⁸⁶. Нинішнє ж ігнорування цього положення тим більше викликає подив, що Україна вже має власний досвід, хоча й обмежений, недопущення обвалу економіки у кризову спіраль (врізка «Квазі-криза 2004р.»).

**Сальдо рахунку поточних операцій (РПО) (\$ млрд., права шк.)
і кредити приватному сектору в Україні (% ВВП)**



КВАЗІ-КРИЗА 2004р.

Слід звернути увагу, що восени-взимку 2004-2005рр. (період президентських виборів: Ющенко vs Янукович), Україна таки знаходилась у передкризовому стані. Паніка на валютних ринках, виведення депозитів населення з банківської системи, скорочення кредитування реального сектору, погіршення ситуації (ліквідності, вартості ресурсів) на міжбанківському ринку, втримання гривні від обвалу лише за рахунок надвисоких валютних інтервенцій (тільки за рахунок втрати значних валютних резервів вдалося послабити девальваційні чинники) – прояви квазі-кризи того періоду (таблиця «Окремі монетарні показники України наприкінці 2004р.»⁸⁷).

Мали місце характерні ознаки кризової ситуації. Лише короткотривалість політичного протистояння (швидке проведення і затвердження результатів третього туру президентських виборів), а також прозора, раціональна та злагоджена політика керівництва НБУ (в той період в.о. Голови НБУ був А.Яценюк) у співпраці з найкрупнішими вітчизняними банками приборкали валютні та економічні кризові шоки, які почали вщухати одразу після оголошення результатів президентських виборів.

Поряд з цим, слід вказати, що стабілізаційні заходи не носили відверто обмежувачий характер. Навпаки, банківська система продовжувала наповнювати бізнес-середовище грошовою масою. Так, хоча обсяги валових резервів і депозитів населення суттєво

⁸⁶ Докладніше див.: Аналіз методології фінансового програмування МФВ і монетарних умов програми співпраці України та МВФ. – https://kneu.edu.ua/userfiles/Credit_Economics_Department/kafedra+BS2017/AnalE2_9482tichna_dopovE29482d_cshodo_monetarnih_umov_programi_MVF.pdf.

⁸⁷ Статистика НБУ. – <https://bank.gov.ua/control/uk/publish/>.

зменшувались, як грошова маса, так і кредитування реального сектору банківською системою помітно зростали, що слугувало підтримкою економіки і уберегло країну від економічного обвалу. Нагадаємо, що ВВП України у 2004р. складав 345 млрд. грн., тобто **розширення** як грошової маси (на 3,8 млрд. грн., або 3,1%), так і кредитування економіки (на 3,7 млрд. грн., або 5,3%) упродовж 4-х місяців квазі-кризового періоду **перевищувало 1% ВВП** країни.

Окремі монетарні показники України наприкінці 2004р.

	Станом на початок вересня	Станом на кінець грудня
Валові міжнародні резерви, \$ млрд.	12,3	9,5
Кошти Уряду в банківській системі, млрд. грн.	20,3	6,9
Депозити населення у національній валюті, млрд. грн.	27,2	22,2
Ставки міжбанківського кредиту, %	2,6-2,7	17-19
Грошова маса, млрд. грн.	123,0	126,8
Кредити суб'єктам господарської діяльності, млрд. грн.	70,1	73,8

Підкреслимо, такий характер політики суттєво **відрізнявся від пізніших антикризових заходів** 2014-2015рр., коли монетарні обмеження, мало впливаючи на інфляційні процеси, призвели реальний сектор до глибокої депресії.

Саме в цій частині чітко простежуються **взаємовпливи рахунку поточних операцій платіжного балансу та монетарної політики**. Так, **монетарна експансія** є позитивним чинником розширення і **прискорення позитивної економічної динаміки**, що є вагомим чинником збільшення заощаджень, інвестицій в основний капітал, а також припливу прямих іноземних інвестицій, які, *з одного боку*, стають складовою подальших інвестицій в основний капітал (посилюючи макроекономічне середовище країни), з іншого – фінансують сальдо рахунку поточних операцій (обмежуючи потреби зовнішнього фінансування), що, своєю чергою, зменшує ризики боргового тиску⁸⁸.

⁸⁸ Докладніше див. статтю С. Аржевітіна «Виклики та загрози моделі формування міжнародних резервів за програмою співпраці України з МВФ», розміщену в цьому виданні.

3. У пошуку зовнішньоторгової стійкості

Хоча чинниками і складовими поширення кризових процесів є різні внутрішні і зовнішні фактори, проте саме навколо платіжного балансу часто виникають проблемні сфери. Так, тривалий час Україна утримувала негативне сальдо зовнішньої торгівлі, насамперед, внаслідок низькоконкурентного експорту та високого сировинного та енергетичного імпорту. При цьому, стрімке нарощування зовнішньоторговельного дефіциту й утримання його впродовж кількох кварталів, *по-перше*, формує високий девальваційний тиск, який може «розрядитися» шоковою девальвацією національної грошової одиниці (що й підтверджується українською практикою). *По-друге*, вимагає пошуку джерел фінансування дефіцитів, а також виплат за раніше накопиченими боргами. *По-третє*, вивимає капітали⁸⁹, які могли б спрямовуватись на забезпечення стійкого економічного зростання і розвитку.

Будь-які з вказаних ризиків та викликів можуть спровокувати ланцюгове погіршення макроекономічного середовища, призвести до системних дисбалансів не лише поточного рахунку, але й рахунку капіталів, і, зрештою, виштовхнути країну у кризову спіраль.

Потреби фінансування платіжного балансу. Попри складнощі посткризового відновлення, успішні європейські висхідні країни, упродовж останнього п'ятиріччя, спромоглися суттєво покращити як зовнішньоторговельні дефіцити, так і зменшити потреби в коштах для повних і своєчасних виплат за зовнішніми боргами, що, водночас, послаблювало ризики для валютних резервів країн (врізка «*Про один базовий рахунок платіжного балансу*»).

ПРО ОДИН БАЗОВИЙ РАХУНОК ПЛАТІЖНОГО БАЛАНСУ

Нагадаємо, що у платіжному балансі відбиваються всі зовнішньоекономічні операції країни таким чином, що сальдо рахунку капіталів (або приплив/відплив капіталів у країну) (KA) співвідноситься з сальдо рахунку поточних операцій (CAB), а також зміною у валютних резервах країни (ΔRA) таким чином, що сума всіх цих транскордонних потоків дорівнює нулю:

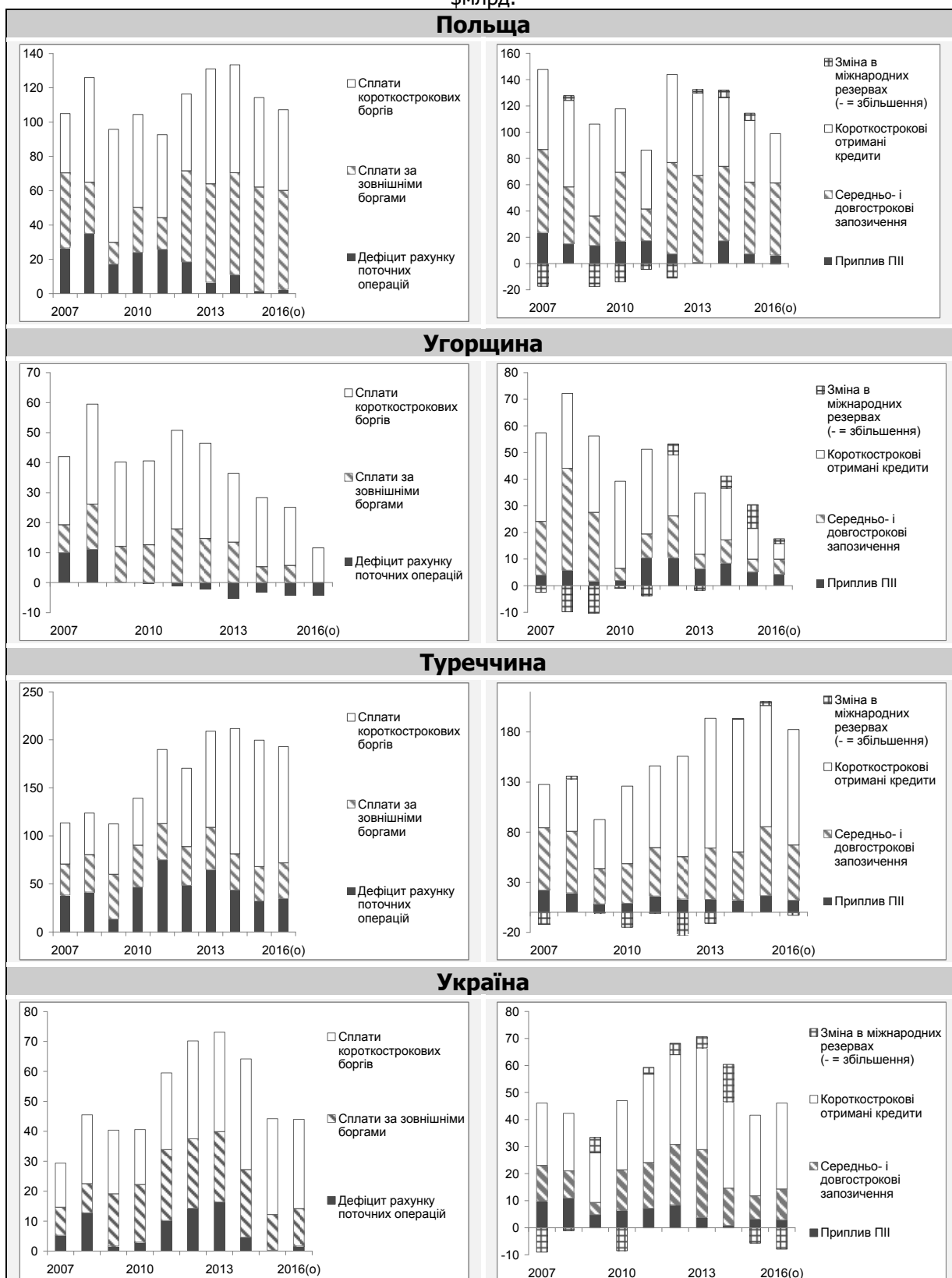
$$CAB + KA + \Delta RA = 0.$$

Причому ситуація $\Delta RA < 0$ визначає накопичення (нарощування) резервів, відповідно $\Delta RA > 0$ – їх втрату (зниження). Тобто країна, яка утримує **дефіцит рахунку поточних операцій, повинна фінансувати цей дефіцит або за рахунок припливу (приватного) капіталу, або шляхом зменшення (втрати) своїх офіційних резервів.**

Таким чином будь-яке використання ресурсів, більших ніж доход країни (що знаходить відображення у дефіциті рахунку поточних операцій), повинно компенсуватись чи за рахунок притоку капіталів (у т.ч. прямих іноземних інвестицій або нових запозичень за кордоном), чи за рахунок зниження валютних резервів країни.

⁸⁹ Eichengreen B. Capital Flows and Crises. – <https://mitpress.mit.edu/books/capital-flows-and-crises>.

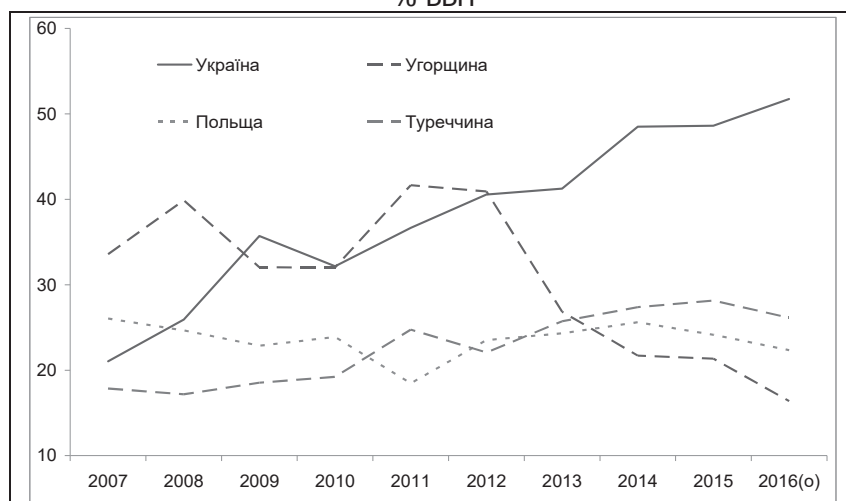
Потреби і джерела фінансування платіжного балансу, \$млрд.



Останніми роками потреби в обсягах фінансування платіжного балансу для ЄВ країн (20-30% ВВП) не виглядають критично (діаграми «Потреби і

джерела фінансування платіжного балансу»⁹⁰ і «Обсяги фінансування платіжного балансу»⁹¹). Іншим є випадок України. Країна, якій напередодні глобальної кризи у 2008р. на фінансування розривів платіжного балансу потрібно було коштів, обсягом приблизно 25% ВВП, у 2016р. (за попередніми оцінками) вже потребувала 55% ВВП.

**Обсяги фінансування платіжного балансу,
% ВВП**



Хоча для України обсяг необхідного фінансування у 2014-2016рр. помітно зменшився, проте продовжує перевищувати 50% ВВП, насамперед внаслідок шокової девальвації і обвалу номінального ВВП у доларовому еквіваленті. Ситуація з фінансуванням ускладнюється, зважаючи на те, що останніми роками Україна змушена докладати значних зусиль для наповнення міжнародних резервів. Поряд з цим, зважаючи на нинішню економічну та фінансову нестійкість, **доступ країни до міжнародних кредитних ресурсів помітно обмежений.**

Фіскальні впливи і подвійні дефіцити. Складність пошуку зовнішніх ресурсів, необхідних для фінансування розривів платіжного балансу поглиблюється тим, що зовнішньоекономічні рахунки безпосередньо пов'язані з внутрішніми балансами через, як вказувалось, баланси заощаджень-інвестицій (врізка «Баланс заощаджень-інвестицій у розрізі секторів»).

БАЛАНС ЗАОЩАДЖЕНЬ-ІНВЕСТИЦІЙ У РОЗРІЗІ СЕКТОРІВ

Наведений у попередньому розділі баланс заощаджень-інвестицій може уточнюватись шляхом встановлення взаємозв'язку між внутрішньою структурою економіки в розрізі державного і приватного секторів (і що особливо важливо – в аспекті формування ресурсів для довгострокового розвитку) і наявними зовнішньоекономічними потоками.

Вказаний баланс у розрізі державного і приватного секторів представляється у вигляді:

$$(S_p - I_p) + (S_g - I_g) = CAB.$$

Тобто різниця між заощадженнями приватного сектору (S_p) та інвестиціями приватного сектору (I_p) плюс (+) різниця між

⁹⁰ Credit Suisse. Emerging Market Quarterly (випуски різних років). [CS].

⁹¹ [WBI].

заощадженнями державного сектору (S_G) та інвестиціями державного (I_G) дорівнюють сальдо рахунку поточних операцій платіжного балансу (CAB).

Таким чином, дефіцит рахунку поточних операцій платіжного балансу виникає внаслідок одного з нижченаведених факторів або їх комбінації:

- більших приватних інвестицій порівняно з заощадженнями,
- перевищення державних інвестицій порівняно з державними заощадженнями (по суті – дефіциту державних фінансів);

а також формує обмеження на напрями заходів економічної політики:

- розширення інвестицій в умовах недостатнього рівня національних заощаджень можливе або за рахунок зниження бюджетного дефіциту (підвищення податків чи зменшення видатків), або за рахунок нарощування імпорту (із зростанням зовнішньоторговельного дефіциту);
- економічне зростання є чинником зниження процентних ставок, підвищення інвестицій та нарощування доходу країни. Проте зростання доходу спричиняє і зростання імпорту, який, поряд з покращенням добробуту, привносить ризики зовнішньоекономічного, а з тим і бюджетного дефіцитів;
- зростання дефіциту державного бюджету (розриву між заощадженнями та інвестиціями у державному секторі) в умовах непогіршення сальдо рахунку поточних операцій стає чинником зменшення приватних інвестицій в економіці (ефект витіснення) тощо.

Крім того, з врахуванням «подвійних дефіцитів», безпосереднім наслідком вищенаведеного балансу є те, що **бюджетний дефіцит** (перевищення витрат над надходженнями у державному секторі) – вагомий **чинник втрати міжнародних резервів** країни чи виникнення нових боргів. Своєю чергою, надмірна втрата резервів неминуче призводить до девальваційного тиску на національну грошову одиницю і розбалансування грошово-кредитної сфери.

Узагальнюючи, важливим наслідком формули балансу заощаджень-інвестицій є те, що дефіцит державних фінансів (при недостатньому рівні приватних заощаджень) «доповнюється» і дефіцитом рахунку поточних операцій – утворення т.зв. «подвійного дефіциту» (*Twin Deficits*)⁹², який зазвичай супроводжується суттєвим здешевленням національної валюти, що може значно ускладнювати реалізацію стабілізаційних програм чи програм економічного розвитку⁹³.

⁹² A2 Macro Revision: The Economics of Twin Deficits. –

http://www.tutor2u.net/_legacy/blog/files//Twin_Deficits.pdf.

What Forces Drive International Trade, Finance, and the External Deficit? –

https://piie.com/publications/chapters_preview/47/2iie2644.pdf.

⁹³ Підкреслимо, що постійно утримуваний бюджетний дефіцит гальмує економічний розвиток, насамперед, через зниження рівня національного заощадження та інвестування, підвищення процентних ставок і подорожчання капіталу, пригнічення виробництва. Крім того, зростання боргу, що супроводжує дефіцит, у найближчому майбутньому вимагатиме підвищення податкового тиску для забезпечення державних боргових виплат з подальшим наростанням негативних тенденцій в економіці за принципом ланцюгової реакції.

Для випадку України вкажемо, що у 2016р. країні вдалося суттєвим чином знизити фіскальні дисбаланси як за рахунок покращення структури державного бюджету, так і зменшення виплат з обслуговування боргу (насамперед, внаслідок реструктуризації зовнішнього боргу), а також досягнення бездефіцитності «Нафтогазу» (таблиця «Фінансування дисбалансів державних фінансів України»⁹⁴).

Фінансування дисбалансів державних фінансів України

	2013		2014		2015		2016 (о)	
	\$ млрд.	% ВВП	\$ млрд.	% ВВП	\$ млрд.	% ВВП	\$ млрд.	% ВВП
Загальні потреби фінансування	19,4	10,6	22,4	16,8	16,0	17,7	8,1	9,4
Фіскальний дефіцит*	7,9	4,3	5,9	4,5	2,1	2,3	2,9	3,4
Боргові виплати	8,1	4,4	9,1	6,9	11,1	12,3	5,2	6,0
Дефіцит «Нафтогазу»	3,4	1,9	7,3	5,5	2,8	3,1	0,0	0,0
Джерела фінансування								
Зовнішні	6,5	3,5	8,0	6,0	10,8	12,0	4,6	5,3
Внутрішні	12,7	6,9	14,4	10,8	4,8	5,3	3,0	3,5
Приватизація	0,3	0,1	0,1	0,1	0,4	0,4	0,3	0,4

* - без вартості рекапіталізації банків.

Звернемо також увагу на наступні дві обставини. *По-перше*, вагомість зовнішніх джерел фінансування дефіциту державних фінансів для України. Внаслідок «вичерпання» внутрішніх джерел фінансування дефіциту державних фінансів в Україні у 2015-2016рр. (розгортання кризових процесів і втрати довіри до державних інститутів), головними джерелами фінансування стали зовнішні запозичення. Крім того, при зменшенні абсолютних обсягів боргів, помітно підвищилися відносні показники боргових ресурсів як частки ВВП (внаслідок девальваційного обвалу гривні відбулося різке скорочення доларового еквіваленту ВВП⁹⁵).

По-друге – практична незадіяність джерела, яке в багатьох країнах відігравало вагомий роль не лише у фінансуванні дефіцитів державних фінансів, але й слугувало **чинником структурних змін** в економічному середовищі. Йдеться про **приватизаційні надходження**. За останні чотири роки виконання приватизаційних планів (щорічно в Державний бюджет «закладалося» 17 млрд. грн.) фактично зривалось – рівень виконання не перевищував 5% планових показників. До цього питання ми повернемося наприкінці розділу.

Звертаючись до узагальнень, водночас, слід зазначити, що останніми роками «міцність» подвійних дефіцитів дещо порушилась, і емпіричні дослідження загалом вказують на слабкість таких взаємозв'язків⁹⁶. Значною мірою це зумовлено тим, що макроекономічне середовище більшості країн знаходилося під активним впливом антикризових заходів,

⁹⁴ Emerging Markets Quartely. / Credit Suisse, July 2016.[CS].

⁹⁵ Нагадаємо, доларовий еквівалент номінального ВВП у 2013р. складав близько \$183 млрд., у 2014р. – \$133 млрд., оцінка 2016р. – трохи вище \$86 млрд.

⁹⁶ Bluedorn J., Leigh D. Revisiting the Twin Deficits Hypothesis: The Effect of Fiscal Consolidation on the Current Account. –

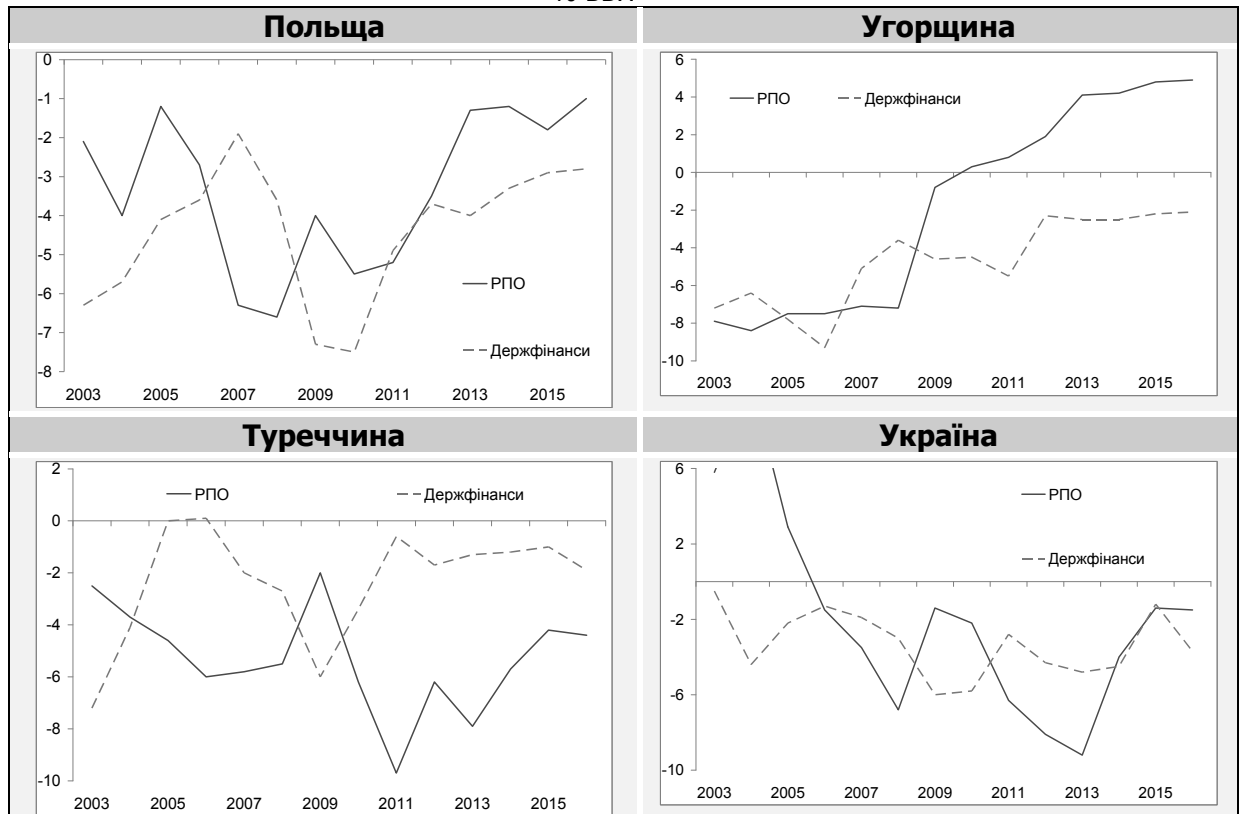
<https://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2010/eui/pdf/BL.pdf>.

Twin Deficits and Sustainability of Budget Deficits. –

<http://bilbo.economicoutlook.net/blog/?p=25543>.

коли для зменшення макроекономічних дисбалансів країни вдавалися до нетрадиційних стабілізаційних заходів, насамперед в частині послаблення не лише фіскальної жорсткості, але й монетарного (кількісного) послаблення. Країни активно реагували на потреби макроекономічної стабілізації, не особливо піклуючись про поточні бюджетні дефіцити, що й спонукало до зростання дефіцитів державних фінансів до надвеликого рівня не лише у висхідній, але навіть у розвинутих країнах (діаграма «Сальдо рахунку поточних операцій і державних фінансів», див. також вірзку «Подвійні дефіцити розвинутих європейських країн»).

Сальдо рахунку поточних операцій (РПО) і державних фінансів, % ВВП



ПОДВІЙНІ ДЕФІЦИТИ РОЗВИНУТИХ ЄВРОПЕЙСЬКИХ КРАЇН

Відмінність підходів до проблематики «подвійних дефіцитів» характерною є також і для розвинутих країн. Звичайно, значною мірою це зумовлено глибиною кризових виявів, а також успішністю антикризових заходів.

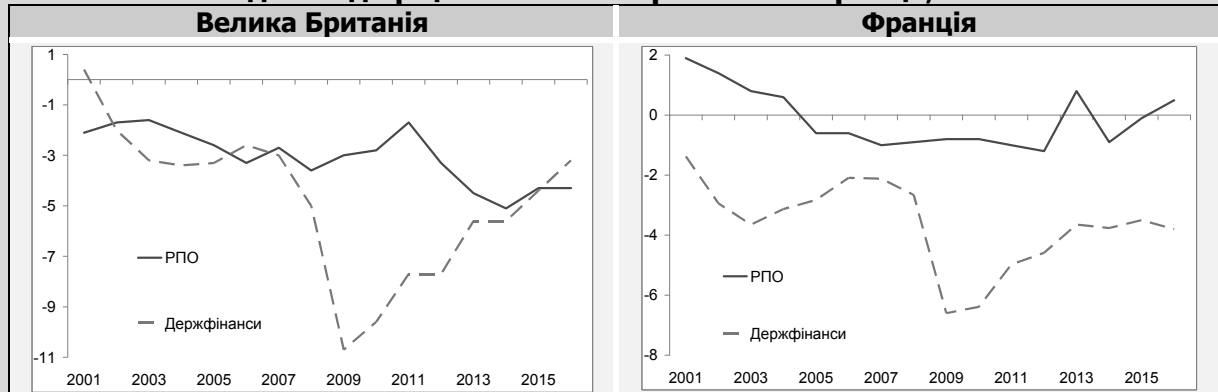
Слід вказати, що в Європі до періоду впровадження спільної монетарної політики і євро, феномен подвійних дефіцитів досить чітко проявлявся в розвинутих країнах, які взаємну торгівлю та інвестиційні потоки могли коригувати різноманітними інструментами (у т.ч. валютної політики – торговельні дефіцити знаходили відображення у потоках капіталів, які впливали на валютну динаміку, яка, своєю чергою, коригувала структуру товарних потоків). Однак, після 1999р. такі взаємозв'язки вже не могли утримуватись (внаслідок єдиної монетарної політики і єдиної валюти – євро), а тому й динаміка дефіцитів державних фінансів та рахунку поточних операцій виявилася «розірваною» (діаграма «Подвійні дефіцити Великої Британії та Франції»⁹⁷).

⁹⁷ IMF Global Fiscal Monitor. –

<https://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2016/02/fmindex.htm>.

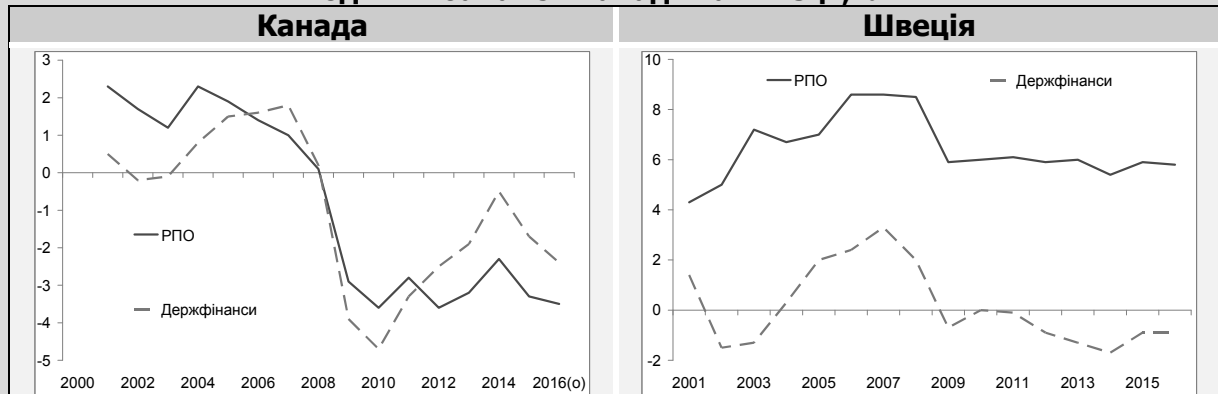
Так, Велика Британія та Франція (як і переважна більшість країн євро-зони) запроваджували широкі програми підтримки збалансованості економіки у 2008-2012рр., що утримувало бюджетні дефіцити на рівні 6-10% ВВП країни. Посткризовий період характеризується послідовним **зменшенням вказаних дефіцитів для послаблення фінансових шоків** в ЄС.

Подвійні дефіцити Великої Британії та Франції, % ВВП



Між тим, розвинуті конкурентні економіки цілком демонструють справедливості «синхронного» утримання балансів. Так, Канада і Швеція, маючи міцні конкурентні позиції на глобальних ринках, спромоглися не допустити суттєвого погіршення показників державних фінансів і зовнішньої торгівлі (крім періоду глобальної кризи) (діаграма «Подвійні баланси Канади та Швеції»), у т.ч. завдяки успішній валютній політиці та абсорбції певних зовнішніх тисків і ризиків.

Подвійні баланси Канади та Швеції, % ВВП



Так (серед особливостей виокремлених країн), Польща належить до тих країн, які у посткризовий період послідовно реалізовували політику зменшення (внутрішніх і зовнішніх) дефіцитів. Угорщині, при зменшенні дисбалансів, вдалося суттєво покращити зовнішньоторговельне сальдо. Туреччина, навпаки, при значному бюджетному збалансуванні не особливо турбувалась значним дефіцитом рахунку поточних операцій. Україні ж не вдалося помітно покращити свої бюджетні та зовнішньоекономічні дефіцити.

При розгляді питання виникнення бюджетних дефіцитів важливим є визначення головних складових, зокрема в частині бюджетних доходів та видатків. Зростання дефіцитів у кризовий період в переважній більшості країн значною мірою було зумовлене стрімким зростанням державних видатків (на підтримку державних проєктів, соціальні видатки, утримання банківської системи тощо). Спрямування до зменшення дефіцитів у пост-

кризовий період (у висхідних країнах) реалізовувалось різними політичними інструментами – як скоординованим зменшенням різниці між доходами і видатками (приклади Туреччини, України), так і скороченням видатків при певному збільшенні доходів (приклад Польщі).

Розвинуті ж країни мали більші можливості для управління державними фінансами для їх консолідації. Так, Велика Британія головний наголос робила і робить на скороченні видатків (при збереженні загального рівня надходжень). Швеція ж, навпаки, першочергово знижувала фіскальне навантаження, «підлаштовуючи» видатки до прийнятного рівня дефіциту.

Зазначимо, що Велика Британія, знижуючи фіскальне навантаження за низького рівня процентних ставок (нагадаємо, що країна услід за США також утримувала вкрай низьку процентну ставку, реалізуючи політику «нульової процентної ставки»), крім фіскальної експансії переслідувала й інші макроекономічні цілі. Насамперед, недопущення ефекту витіснення, утримання сукупного попиту, а з тим – покращуючи інвестиційну привабливість країни. Також, зважаючи на ослаблення фунта після оголошення *Brexit*, можна говорити про послідовні заходи, спрямовані на стимулювання економіки⁹⁸, особливо важливі для країни в період структурних трансформацій (насамперед, нових відносин з ЄС).

Бюджетний дефіцит і борг. Безпосереднім наслідком утримання бюджетних дефіцитів є нарощування державних боргів. Довгий час вважалося, що після досягнення певного рівня боргів (60% ВВП) держава має запроваджувати жорсткі фіскальні консолідаційні заходи, оскільки більший борг формуватиме додаткові ризики для макроекономічної і фінансової стабільності.

Криза 2008-2009рр. суттєво змінила ставлення до рівня боргової залежності, оскільки жорсткі обмежуючі заходи (спрямовані на зменшення дефіцитів) «підштовхували» реальний сектор до депресивного стану, наслідком чого, своєю чергою, ставало подальше погіршення стану державних фінансів. Тому сьогодні вже не є «дивиною», як для розвинутих країн, так і висхідних, ситуація, коли рівень державного боргу сягає і навіть перевищує рівень ВВП відповідної країни (діаграма «*Валовий державний борг розвинутих країн*»⁹⁹). І лише окремим країнам вдається запровадити режим консолідації державних фінансів, завдяки якому зменшується боргове навантаження (приклад Німеччини).

**Валовий державний борг розвинутих країн,
% ВВП**

	2008	2012	2016(о)
Велика Британія	50,3	84,8	89,0
Німеччина	64,9	79,5	68,2
Франція	68,1	89,6	97,1
США	72,8	102,5	108,2
Японія	191,8	238,0	250,4

⁹⁸ Втім, фахівцями зазначається, що зниження бюджетних видатків може мати більший негативний вплив на формування сукупного попиту, що, зрештою, вже пригнічуючи впливатиме на економічне середовище країни.

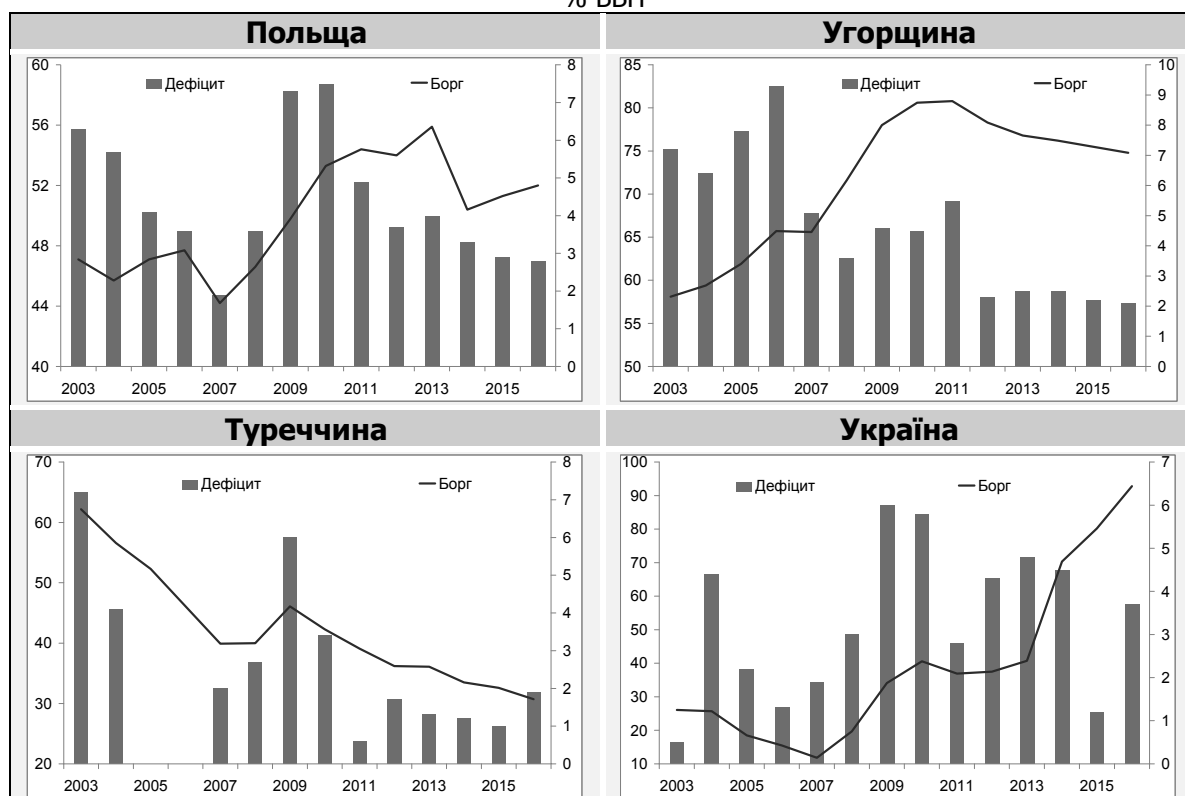
⁹⁹ IMF Fiscal Monitor 2016.– <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2016/02/>.

Більше того, оскільки висхідні країни змушені були проводити більш жорстку фіскальну політику (у т.ч. на вимогу міжнародних фінансових інститутів), то й фіскальні дисбаланси в багатьох країнах виявлялися значно меншими, ніж навіть у провідних розвинутих країн.

Між тим, для розглядуваних висхідних країн (Польщі, Угорщини, Туреччини та України) встановлені загальні взаємозв'язки залишаються справедливими упродовж останнього десятиліття: значні бюджетні дефіцити (5-8% ВВП) призводять до стрімкого зростання державного боргу, зниження ж рівня дефіциту до 2-4% ВВП дозволяло також скорочувати борговий рівень (діаграми «Бюджетний дефіцит і державний борг», зокрема, випадки Угорщини, Туреччини).

Звичайно, динаміка нарощування державного боргу залежить не лише від рівня бюджетного дефіциту. Значні ресурси необхідні також на поточні процентні виплати (обслуговування боргу), на виплати основної суми боргу (які формально належать до категорії «фінансування»). У критичних випадках, навіть відносно невеликі бюджетні дефіцити (див. випадок України) можуть супроводжуватись значним нарощуванням державних боргів.

**Бюджетний дефіцит (права шк.) і державний борг,
% ВВП**

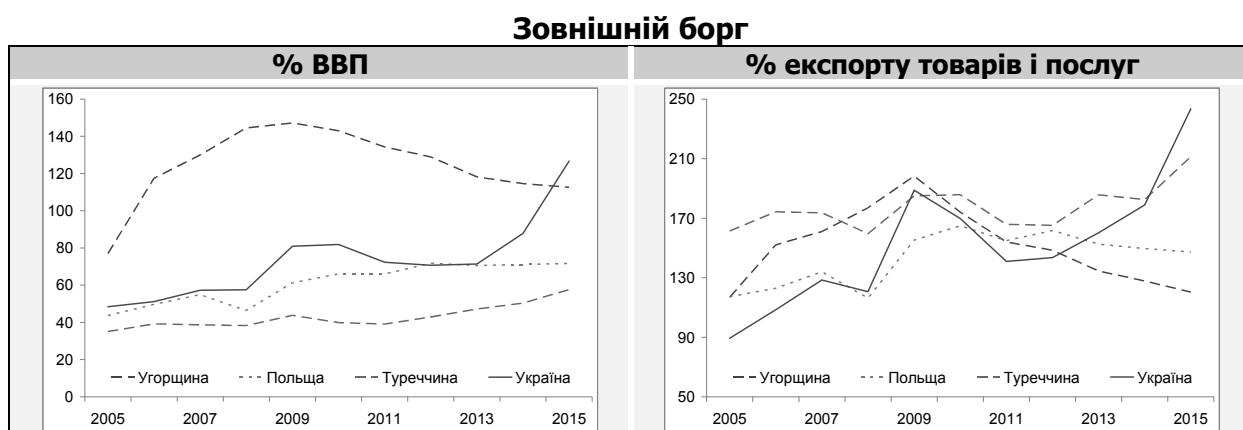


Втім, можлива і «зворотня» ситуація, коли бюджетні дефіцити і додаткові запозичення для їх фінансування призводять до послаблення загального боргового навантаження. Характерно це виникає у випадку, коли фіскальне стимулювання (у частині розширення видатків) призводить до суттєвого покращення економічної динаміки, а з тим і зростання ВВП таким чином, що частка боргу (до величини ВВП) навіть за значних

дефіцитів зменшується¹⁰⁰ (в Україні це мало місце у докризовий період).

Зовнішній борг. До традиційних характеристик величини зовнішнього боргу належать не лише, як вказувалося, загальні обсяги та їх частка у структурі ВВП, але й співвідношення з певними складовими платіжного балансу, в т.ч. резервів країни. І в контексті таких міжнародних макроекономічних характеристик **зовнішньоборгові позиції України вже не виглядають такими «безпечними»** (як в оцінках відносно ВВП загалом).

Так, у докризовий період всі розглядувані країни, користуючись зростаючими ринками і сприятливою кон'юктурою, розширювали свій доступ до запозичень, внаслідок чого як абсолютні, так і відносні обсяги зовнішнього боргу помітно зростали. У посткризовий період, коли завдання фінансової консолідації ставали пріоритетними (разом із погіршенням доступу до зовнішніх ресурсів), країни-члени ЄС (Польща, Угорщина) вже послідовно скорочували свою зовнішню залежність. *З одного боку*, завдяки економічному відновленню і нарощуванню експорту та ВВП (а також підтримки валютної стійкості національної грошової одиниці), *з іншого* – обмежуючи боргове розширення (темпи зростання зовнішніх боргів не перевищували темпи зростання номінального ВВП) (діаграма «Зовнішній борг»¹⁰¹).



Україні ж, як і Туреччині не вдалося приборкати належним чином кризові явища. Тому разом із зростанням зовнішнього боргу, погіршувалася і його структура – країни (внаслідок низької довіри до них зовнішніх ринків) змушені дедалі більше вдаватись до короткострокових запозичень. Наслідком стало різке зростання вартості обслуговування (виплат процентів) як у контексті обсягів експорту (діаграма «Обслуговування зовнішнього боргу»), так і величини короткострокових боргів у їх «забезпеченні» валовими резервами (діаграма «Короткостроковий зовнішній борг»).

Зауважимо, що важливою характеристикою зовнішнього боргу (насамперед короткострокового) є можливість його обслуговування та

¹⁰⁰ Cavallo M. Understanding the Twin Deficits: New Approaches, New Results. – <http://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2005/july/understanding-the-twin-deficits-new-approaches-new-results/>.

¹⁰¹ [CS].

виплат за рахунок поточного експорту або резервів¹⁰². За такого підходу, з'ясовується, що нинішній загальний **зовнішній борг України практично у 2,5 рази перевищує обсяг виручки від усього експорту, а короткостроковий є втричі вищим, ніж валові валютні резерви країни**. Тобто в контексті боргової проблематики **наявний обсяг валютних резервів країни є недостатнім**. А це означає, що (з метою зменшення дефолтних ризиків) необхідно або суттєво зменшувати рівень зовнішніх боргів країни, або ж стрімко нарощувати резерви. На жаль, обидва напрями не є легкими для реалізації.



Особливості ринку облігацій висхідних країн у 2016р. Зміна глобальних умов економічної діяльності, внаслідок реалізації нової політики США, насамперед, в частині валютних курсів, процентних ставок, лібералізації/протекціонізму торговельних відносин, виявить відчутні зміни і у доступі до боргових ресурсів (для фінансування дефіцитів державних фінансів і рахунку поточних операцій). Між тим, зважаючи на інерційність, притаманну борговим ринкам, за відсутності нових фінансових шоків, тенденції, започатковані у 2016р., вірогідно, загалом збережуться упродовж найближчих 2 років. Тому тут дещо детальніше розглядається поточна боргова структура та її фінансування висхідних країн загалом і України зокрема.

У посткризовий період, починаючи з 2010р., ринок суверенних облігацій висхідних країн мав досить стійку структуру як за обсягами розміщених облігацій, так і за розподілом за термінами погашення і географічному представленні. Так, середньорічні світові обсяги розміщення облігацій висхідних країн складали приблизно \$79 млрд. і переважно були емітовані (висхідними) країнами Європи. Однак, у 2016р. структура випуску нових бондів зазнала суттєвих змін¹⁰³.

Насамперед, суттєво зросли обсяги розміщення. Якщо у 2015р. загальний обсяг складав \$81 млрд. (лише незначним чином вище вказаного

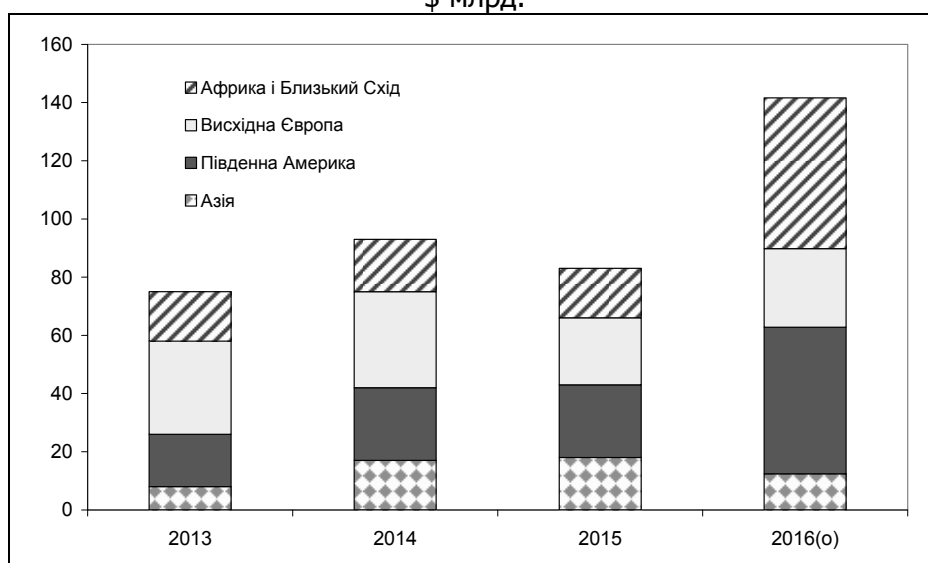
¹⁰² Звичайно, ніхто не витрачає всі резерви на виплати, радше оголошується дефолт. Проте для оцінки зовнішньоборгових ризиків відповідні покриття є важливими і корисними.

¹⁰³ Докладніше див.: Mitchell A., etc. EM sovereign issuance: is 2016 a one-off? – JP Morgan Global Emerging Markets Research, November 2016.

середньорічного рівня), то за оцінками міжнародних фахівців, відповідний обсяг у 2016р. перевищить \$140 млрд. (діаграма «Загальний випуск суверенних облігацій»¹⁰⁴). Значною мірою це було зумовлено кількома обставинами.

По-перше, на світові ринки вийшла низка нових країн, що призвело до зміни географічної структури емітентів. *По-друге* – досить сприятливі умови на ринках капіталів, зокрема низькі глобальні процентні ставки і готовність інвестувати і кредитувати країни з «позитивною» платоспроможністю¹⁰⁵. *По-третє* – готовність міжнародних ринків до поступового розширення (після обмежень 2013-2015рр., внаслідок фінансових дисбалансів, у т.ч. боргових проблем ЄС).

Загальний випуск суверенних облігацій,
\$ млрд.



Практично весь приріст (2016р. порівняно з попередніми роками) відбувся за рахунок країн Перської затоки, а також Південної Америки (насамперед, Аргентини). Так, Саудівська Аравія емітувала суверенних облігацій обсягом \$17,5 млрд., Катар – \$9,0 млрд., Арабські Емірати – \$5,5 млрд., Аргентина – \$22,0 млрд., Мексика – \$9,9 млрд. З європейських висхідних країн найбільший випуск здійснила Польща – \$5,9 млрд. Особливістю нових учасників та розміщень є те, що у попередні роки країни Перської затоки практично не були присутні на міжнародних ринках облігацій, оскільки **сприятлива кон'юнктура на нафтових ринках** дозволяла **легко збалансовувати бюджети і платіжні баланси**. Потреби ж останнього року зумовлені різким

¹⁰⁴ Тут і далі у цьому підрозділі використані матеріали і дані, наведені у: Mitchell A., etc. EM sovereign issuance: is 2016 a one-off? – JP Morgan Global Emerging Markets Research, November 2016.

¹⁰⁵ Низькі базові ставки у розвинутих країнах (а з тим і доходність їх облігацій), хоча й можуть надати певних вигод, проте й привносять суттєві ризики для стабільності глобальної фінансової системи. Так, близько 40% суверенних облігацій розвинутих країн мають фактично негативну доходність, що «підштовхує» банки і пенсійні системи до критичного чи кризового стану. – Волобоек С. Финансовые рынки: от неопределенности к возможностям. Norvik Banka, September, 2016.

падінням вартості нафти на міжнародних ринках, а відтак значними «недонадходженнями» до бюджетів відповідних країн. Оскільки перспективи відновлення високої вартості нафти у найближчій перспективі видаються сумнівними (на що вказувалось у попередньому розділі), то раціональними є очікування збереження потреб у нових розміщеннях облігацій вказаних країн (для потреб збалансування платіжного балансу і бюджетів).

Стосовно ж **Аргентини** (саме за рахунок якої суттєво розширилися надходження позичкових коштів до Південної Америки), то у 2016р. країна **вперше за останні 15 років** вийшла зі своїми облігаціями на міжнародні ринки. Такий довгий період відсутності зумовлений тим, що у 2001р. країні **не вдалося досягти прийнятної угоди** з міжнародними інвесторами **у частині реструктуризації** виплат за зовнішніми боргами (а відтак, опинитися у стані дефолту), і країна фактично була позбавлена можливості користатися міжнародними ринками капіталів.

Це **важливе попередження і пересторога для України** у пріоритетності послідовного і повного розв'язання зовнішньоторгової проблематики (див. далі вірзку «*Ризики «боргу Януковича»*»).

Іншою складовою особливості розглядуваного боргового ринку став безпрецедентно високий обсяг випуску нових облігацій, що суттєво змінило ситуацію з фінансуванням потреб висхідних країн. Так, якщо у попередні роки загальні обсяги нових облігацій лише незначним чином перевищували (а у 2015р. виявилися навіть дещо меншими) витрати країн на виплати за зовнішніми боргами, то у 2016р. чисте фінансування (загальний обсяг випуску мінус виплати основної суми та процентів) сягнуло майже половину загального обсягу (таблиця «*Загальні і чисті обсяги випуску облігацій висхідних країн*»), що опосередковано також підтверджує готовність світових ринків облігацій до розширення і найближчими роками.

Загальні і чисті обсяги випуску облігацій висхідних країн,
\$ млрд.

	2013	2014	2015	2016(о)
Загальний випуск	74,9	90,2	81,0	141,5
Виплати:	66,2	79,9	85,0	73,1
Основна сума	26,1	37,8	43,9	27,2
Обслуговування	40,1	42,1	41,1	45,9
Чисте фінансування	8,7	10,3	-4,0	68,4

Ще однією особливістю 2016р. стала суттєва **зміна у термінах (їх скорочення) погашення** нових облігацій. Так, у попередні роки левова частка облігацій мала термін погашення понад 10 років (у 2015р. такі облігації склали 87% загального випуску). У 2016р. частка таких облігацій зменшилася майже на 20 процентних пунктів (п.п.) (у т.ч. частка з терміном понад 15 років скоротилась на 12 п.п.) при одночасному суттєвому зростанні облігацій з термінами погашення 5-7 років. Значною мірою це зумовлено **збереженням довгострокової невизначеності** на глобальних фінансових ринках, а також неоднозначними перспективами змін у монетарній політиці провідних країн (услід за США)

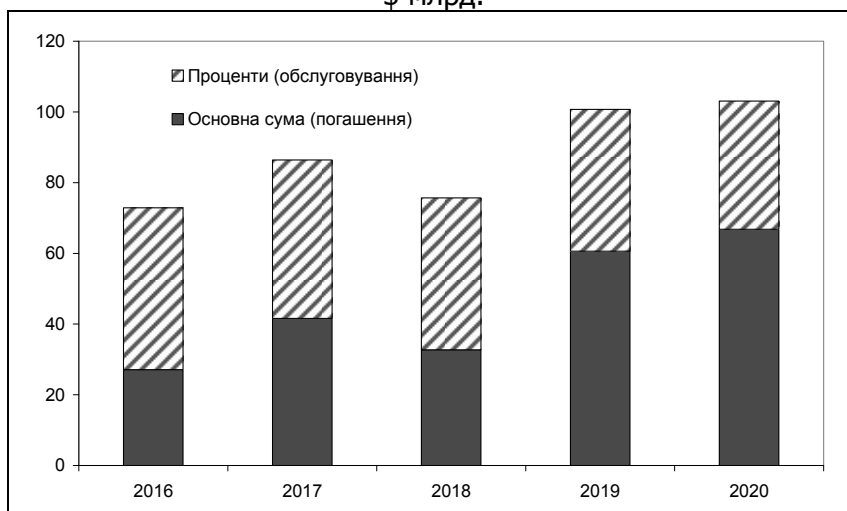
і швидкості завершення ери нульових процентних ставок чи кількісного пом'якшення.

Як вказувалось, зміни у структурі нових випусків облігацій, які сталися у 2016р., вказують на **потенціал помітного розширення** відповідного глобального ринку найближчими роками. Підтвердженням цього є значні потреби у фінансуванні погашення і обслуговування облігацій попередніх років.

Поряд з цим, нинішня боргова структура за виплатами вказує, що обсяги погашення суверенних облігацій та їх обслуговування для висхідних країн (порівняно з поточним 2016р.) помітно зростають – до рівня, що перевищує \$100 млрд. (головним чином за рахунок погашення) (діаграма «*Загальні виплати за суверенними облігаціями*»).

Вказані обсяги потреб позичкових коштів, а також термінова структура виплат вказують на формування (вже у 2017-2018рр.) високого попиту на відповідні ресурси, що означатиме **додаткові ускладнення** виходу на боргові ринки **для нестійких економік**.

Загальні виплати за суверенними облігаціями,
\$ млрд.



Боргові перспективи України. Останнє означає, що саме з таких стратегічних обмежень слід виходити при плануванні участі України в доступі до позичкових ресурсів (сукупний попит досягатиме максимальних значень у 2019-2020рр.), що, водночас, означає суттєве зростання фінансових ризиків для України.

Реструктуризація зовнішнього боргу 2015р. хоча й відвернула вірогідний дефолт України, проте лише відтермінувала проблеми, пов'язані з повним і вчасним здійсненням всіх зовнішньоборгових виплат. У 2016р. виплати України лише незначним чином перевищили \$1 млрд., проте зростатимуть (приблизно на \$1 млрд. щорічно, досягши піку у 2019р. (діаграма «*Виплати за зовнішніми державними боргами*»¹⁰⁶). Таким

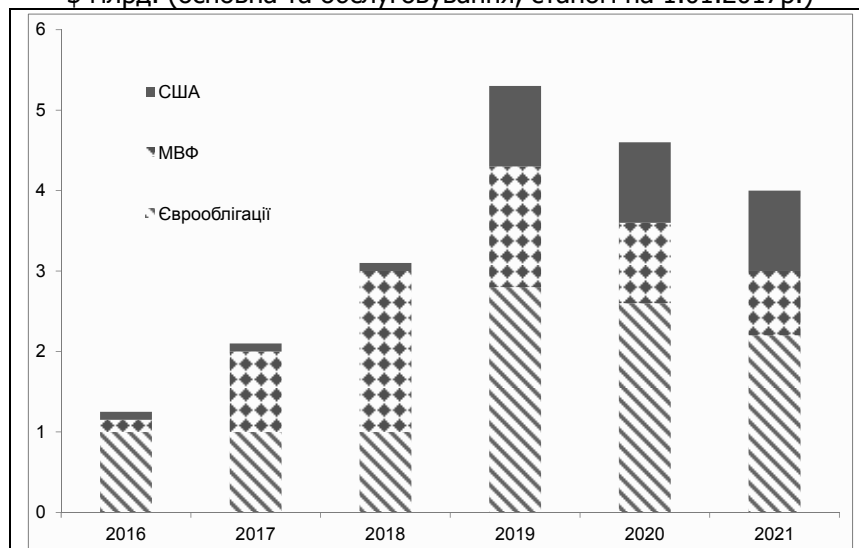
¹⁰⁶ Мазепа І. Реформи або дефолт? Залишилося два роки. – <https://www.epravda.com.ua/publications/2017/02/8/620129/>.

чином, саме 2019р. стане вирішальним у спроможності України вирішити власні боргові проблеми¹⁰⁷.

Зауважимо, ситуація погіршується тим, що програма розширеного фінансування МВФ, яка виконується мляво, навряд чи буде продовжена. Вірогідно, навіть надання чергових траншів з 2018р. буде припинено (за нинішніми оцінками результативності реформувальних та їх визнання міжнародною спільнотою, сумнівним є отримання більше двох траншів МВФ у 2017р.).

Більше того, зазвичай, МВФ за півроку до важливих виборів у країні припиняє надання фінансової допомоги (для уникнення звинувачень у політизації). Тобто **з осені 2018р. Україна може залишитись без фінансової підтримки міжнародних фінансових інститутів** і змушена буде розраховувати лише на власні ресурси (зовнішні ринкові джерела приватних кредиторів будуть вкрай дорогими).

Виплати за зовнішніми державними боргами,
\$ млрд. (основна та обслуговування, станом на 1.01.2017р.)



Вкажемо, що навесні 2017р. для України ситуація із запозиченнями не виглядає достаньо перспективною¹⁰⁸. І, на жаль, не видається такою, що може змінитись суттєво на краще. *По-перше*, серед суверенних емітентів країн ЦСЄ, **єврооблігації України** мають найвищу доходність (7,5-8,5%), що, водночас, означає і **найвищі ризики**. А тому й привабливість таких облігацій є сумнівною.

¹⁰⁷ Також нагадаємо, що серед зовнішніх зобов'язань України виокремлюються сплати (\$3,2 млрд.) за цінними паперами, прив'язаних до макроекономічних показників (*warrants, GDP-linked securities*), отриманих в результаті реструктуризації у листопаді 2015р.

Проте виплати, пов'язані з реструктуризованими суверенними та інфраструктурними облігаціями, виконуватимуться (в залежності від економічної динаміки України, з 2021р. (тобто за межами горизонту цього дослідження). – Докладніше див.: Mitchell A., etc. Valuing Ukraine's GDP Warrants. – J.P.Morgan Europe Emerging Markets Research, March 2017.

¹⁰⁸ Волобоев С. Финансовые рынки: от неопределенности к возможностям. – Norvik Banka, September, 2016.

По-друге, **можливості рефінансування** облігацій переважно залежать від **геополітичних факторів** (у т.ч. припинення чи обмеження військових дій на Сході України), а також **результативності реформувань** (насамперед, інститутів державного управління, де до останнього часу успіхи країни були незадовільними).

Ситуація може погіршитись, оскільки залишається під питанням т.зв. «борг Януковича» (можливість віднесення його до реструктурованого на загальних підставах). Звичайно, це питання довгострокових судових процесів, і навряд чи виконання будь-якого рішення (на користь України чи всупереч її інтересам) торкнеться найближчих двох років (врізка «Ризики «Боргу Януковича»»).

РИЗИКИ «БОРГУ ЯНУКОВИЧА»

Наприкінці березня 2017р. Високий суд Лондона ухвалив рішення про те, що Україна зобов'язана виплатити Росії номінальну вартість єврооблігацій в сумі \$3 млрд (т.зв. «борг Януковича»).

Відмова України віддавати «борг Януковича», вірогідно, буде сприйнята як політична позиція, втім **навряд чи суттєво вплине** на ставлення міжнародної спільноти, яка враховуватиме контекст російської агресії. Основні негаразди, пов'язані з дефолтом по «боргу Януковича», стосуються того, що МВФ (а услід й інші міжнародні фінансові інститути) не кредитують країни, які не можуть виконувати зобов'язання за суверенними боргами. Однак, хоча у грудні 2015р. МВФ визнав «борг Януковича» суверенним, проте продовжив (у т.ч. фінансову) співпрацю з Україною.

Звичайно, Україна оскаржуватиме вердикт суду і знаходити аргументи захисту власної позиції, щоб захиститися від наслідків негативного вердикту. Апеляційний процес, швидше за все буде довготривалим.

У будь-якому випадку на сьогодні принциповим для України є найтісніша співпраця із МВФ, пошук прийнятних для України рекомендацій міжнародних фінансових інститутів (МФІ), повні та своєчасні виплати за зовнішніми зобов'язаннями¹⁰⁹, а також намагання відстояти в цих інститутах раціональні позиції.

Відновлення незадіяного джерела фінансування дефіцитів. Як вказувалось, Україна фактично ігнорує задіяння такого важливого інструмента економічної політики для структурних трансформацій і розширення фінансових ресурсів для бюджетних потреб, яким є приватизація великих державних підприємств. Хоча досвід найближчих європейських сусідів вказує, що, попри складнощі і суперечності приватизаційних процесів, розбудова і зміцнення інституту ефективного приватного власника неможливі без активізації приватизації.

Так, поряд з лібералізацією торгівлі та цін, ринку праці та капіталів, однією з основних реформ трансформації економік європейських постсоціалістичних країн стала приватизація, яка виявилася вагомим складовою інвестиційного розширення. При цьому, **успішні**

¹⁰⁹ 1 березня 2017р. Україна (Міністерство фінансів) виплатила купонний дохід за облігаціями зовнішньої державної позики, обсягом \$505,4 млн.

приватизаційні процеси та інвестиційне розширення посилюють результативність одне одного. Підприємства з іноземними інвестиціями зазвичай краще вписані в міжнародні мережі, мають краще технологічне забезпечення і вищу кваліфікацію працівників, що дозволяє підтримувати технологічні переваги (у т.ч. за рахунок використання ресурсів материнських компаній) над підприємствами з лише національним капіталом.

Важливо вказати, що для країн Вишеградської групи (на яку значною мірою зорієнтована Україна) досить чітко простежується **позитивний взаємозв'язок припливу ПІІ та успішності приватизаційних процесів** (врізка «Окремі свідчення взаємозв'язку ПІІ та приватизації»). Якщо ж згадати про наведену вище **значимість ПІІ для наповнення інвестицій в основний капітал**, а також **покриття дефіциту рахунку поточних операцій**, то вкрай важливим є термінове відновлення і розширення приватизаційних процесів в Україні.

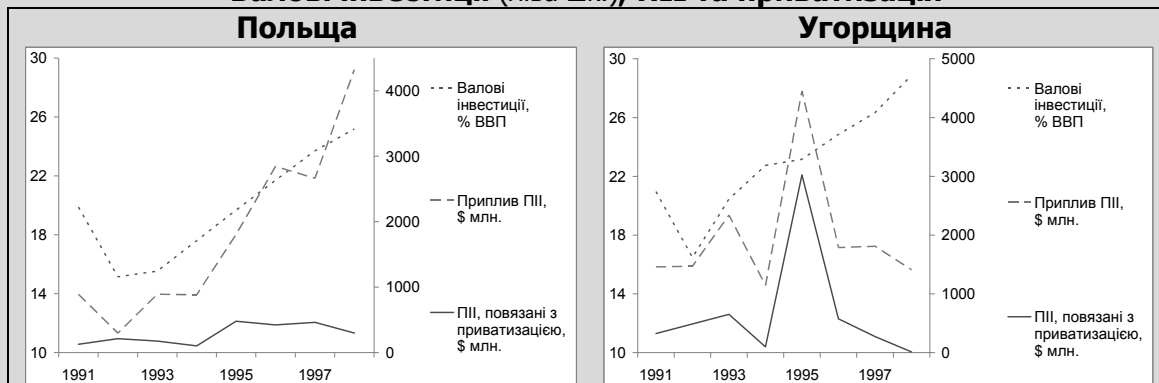
ОКРЕМІ СВИДЧЕННЯ ВЗАЄМОЗВ'ЯЗКУ ПІІ ТА ПРИВАТИЗАЦІЇ

Успішні висхідні країни демонструють численні свідчення позитивного взаємозв'язку між інвестиційною привабливістю країни, надійністю і якістю потоків ПІІ, структурними змінами економічного середовища, у т.ч. зумовленими приватизацією і формуванням інституту ефективного приватного власника.

Для ЄВ країн найкраще вказані взаємозв'язки проявлялись у постсоціалістичний період – упродовж 1990-х років. Звичайно, кожна країна мала власні приватизаційні програми, які визначались обраними стратегіями формування сучасної конкурентоспроможної економіки. Зокрема, в Угорщині, яка гостро потребувала іноземної валюти для обслуговування успадкованого великого зовнішнього боргу, ставлення до іноземного інвестування, у т.ч. через приватизаційні процеси, було більш ніж сприятливим.

І хоча не завжди реалізація приватизаційних програм була вдалою, проте головного результату – формування і зміцнення конкурентоспроможного економічного середовища – значною мірою було досягнуто (діаграма «Валові інвестиції, ПІІ та приватизація»)¹¹⁰.

Валові інвестиції (ліва шк.), ПІІ та приватизація



¹¹⁰ Див., зокрема: Kalotay K., Hunya G. Privatization and FDI in Central and Eastern Europe. – https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=878026.
Kaminski B. Privatization, Foreign Direct Investment and Export Performance: Evidence from Transition Economies. – <http://siteresources.worldbank.org/>.
Boubakri N. The Dynamics of Foreign Direct Investment and Privatization: An Empirical Analysis. – <http://www.erudit.org/en/journals/>.

Доречно згадати про досить **стійкий рівень ПІІ як частки валових інвестицій в основний капітал**. Так, у Польщі упродовж 1990-х років ця частка сягала 30%, Угорщині – знаходилась на рівні 15%.

Стосовно України, на жаль, все ще прийнятною є думка, що великий приватний власник є неефективний і тягне за собою «розпродаж країни». Це є простим наслідком того, що в країні досі відсутня конструктивна політика приватизації, яка враховувала б європейський сучасний вектор розвитку країни, баланс національних інтересів держави, приватного сектору та потенційних інвесторів.

Висновки і рекомендації економічної політики

1. Україна поступово починає виходити з затяжної глибокої кризи, проте низка макроекономічних дисбалансів та інституційних суперечностей вказує на вірогідне посилення негативного тиску, що може зруйнувати стабілізаційні процеси в країні. Такий тиск може проявитись і активізуватись в Україні у **політично складному 2019р.**, коли мають відбутися вибори Президента та Парламенту, формування нового Уряду, що супроводжуватимуться як несприятливими зовнішніми викликами (насамперед, продовження російської агресії на Сході України), так і поширенням і поглибленням внутрішніх протистоянь між провідними політичними силами.

Водночас, до вказаного періоду можуть **накопичитись і соціально-економічні негаразди** – зниження добробуту, в умовах низької економічної динаміки, погіршення зовнішньоекономічних балансів, внаслідок слабкої конкурентоспроможності, втрата платоспроможності, як результат нарощування зовнішніх заборгованостей – що в умовах **слабкої інституційної спроможності реформувань** може поставити під сумнів досягнення стійких рівнів економічного зростання і розвитку.

2. Серед сучасних геоекономічних і геополітичних процесів **визначальне місце** належить реалізації (а з тим і впливу на більшість країн світу) **нової економічної політики США**, характеристиками якої стануть вищі темпи зростання американської економіки (порівняно з головними країнами ЄС та Японії), підвищення процентної ставки (випереджаючими темпами порівняно з динамікою Європейського центрального банку, Банку Японії), зміцнення долара на світових ринках, посилення позицій країни на світових фінансових ринках.

«Пік» глобальних впливів, внаслідок монетарних, фіскальних, структурних трансформацій у США, вірогідно, припаде саме на другу половину 2018р. - першу половину 2019р. Підвищення процентної ставки, а також заходи фіскального стимулювання у США посилюватимуть **перетік капіталів на американські ринки**, що, своєю чергою, може посилити глобальні торговельні і валютні дисбаланси.

Це також означатиме зростання прибутковості і на світових ринках запозичень, а з тим: *по-перше*, здорожчання позик і посилення боргового тиску, насамперед для країн з нестійкими інститутами та економіками, *по-*

друге – загалом суттєве зменшення зацікавленості інвесторів (прямих та портфельних інвестицій) до політично та економічно неусталених країн (до яких і належить Україна).

3. Зміна економічної політики США у частині посилення протекціонізму, а також «розлучення» Великої Британії та ЄС (*Brexit*) призведуть до значної переорієнтації товарних потоків з «традиційних ринків» на нові достатньо продуктивні та поглинаючі ринки. В таких умовах вірогідною є **поява ніш для «третіх» країн**, які зможуть запропонувати більш вигідні цінові умови. Проте, не менш вірогідними **можуть стати й обмеження чи навіть зменшення попиту на продукцію «третіх» країн**, і саме в цій частині значні експортні втрати можуть припасти на Україну, як одну з найменш конкурентоспроможних країн у Європі.

Основні процеси, пов'язані з *Brexit*, найвірогідніше завершаться у 2019р. (так само, як і фінансові зміни у США), і саме на цей час може припасти **період прискорення структурних змін** в європейських розвинутих країнах (формування нового економічного та інституційного середовища), що вимагатиме також зміни економічної політики у тих країнах, які воліли б продовжити активні партнерські відносини з оновленим ЄС та Великою Британією. Це сповна стосується України, і одним з принципових завдань для країни є пошук **нових форматів співпраці**, насамперед, з Великою Британією у частині послідовної реалізації перспективної політики вільної торгівлі.

4. Одним з важливих наслідків розширення протекціоністських заходів і відмови США від Транстихоокеанського партнерства (з високою ймовірністю) стане втрата Світовою організацією торгівлі значимості й авторитету, що, своєю чергою, загальмує формування узгоджених гармонізованих правил і процедур міжнародних економічних зв'язків. Натомість, може **посилитись тенденція до формування і зміцнення нових інтеграційних структур та регіональних економічних союзів**, які зможуть швидко створювати преференційні виробничі, торговельні, інвестиційні, інфраструктурні мережі. Хоча це й вимагатиме додаткових витрат, які далеко не завжди можуть бути наявними у висхідних країн, проте пошук ресурсів і входження у такі союзи є **необхідною умовою «виживання»** країни.

Світовий досвід доводить – **чим вище інтегрованими** є ринки в певному регіоні, **тим привабливішим** цей регіон стає для подальшого інвестиційного входження, що, своєю чергою, розширює конкурентні ніші. Тобто, поза сумнівом, зважаючи на формування сукупного попиту економіки Китаю, чинників і складових її (економіки) подальшого зростання відбуватимуться і системні зміни у впливі на розвиток інших країн. Причому географічна віддаленість втрачатиме значимість, натомість **інфраструктурна та інтеграційна готовність дедалі актуалізуватимуться**, що сповна стосується й України.

5. В нових умовах роль **глобального лідера світової торгівлі** дедалі **закріплюватиметься за Китаєм**, який продовжує зміцнювати власні позиції у світовій системі торгівлі та інвестицій. Однак, хоча останнім десятиліттям темпи економічного зростання висхідних країн загалом суттєво випереджали темпи розвинутих, проте вказана відмінність в економічній динаміці містить у собі і певну суперечність, оскільки поки

висхідні країни залишаються значною мірою **залежними від технологічних, інноваційних, фінансових ресурсів розвинутих країн**. Тому джерелом системних змін у світовій економіці поки переважно залишаються найбільші розвинуті країни (та їх союзи) – США, Велика Британія, ЄС, Японія та інші. Китайська ж економіка поки не є усталеною та інституційно міцною, все ще належить до висхідних. Тому й вироблення міжнародних економічних норм і стандартів не виглядатиме простим та злагодженим не лише на глобальному рівні, але навіть для окремих (регіональних) інтеграційних утворень.

6. Хоча **Україна і потребує відновлення інвестиційного потенціалу**, активного залучення іноземних інвестицій в національну економіку, проте ще важливішим є **прискорена інтеграція** (а з тим і інвестиції) країни до світових виробничих, торговельних, фінансових мереж, що дозволить утримуватись у загальносвітових трендах.

Не заперечуючи для України євроінтеграційної спрямованості, слід врахувати, що саме східно-азійський регіон найближчими десятиліттями відіграватиме дедалі вагомішу роль у глобальному поділі праці, формуванні ланцюгів створення доданої вартості тощо. Тому й для країни, яка воліла б бути активним учасником глобальних економічних процесів, вкрай важливо **бути залученою до трансконтинентальних проектів**, ініціаторами яких є інвестори з східно-азійських країн.

Україні **слід якнайшвидше долати слабкість інфраструктурної та інтеграційної спроможності**, посилити позиції на висхідних ринках, зокрема в частині використання транспортного потенціалу і наближення його до транспортної мережі країн ЦЄ, а також розширення торгівлі та взаємних інвестицій, насамперед, з **врахуванням перспектив зони вільної торгівлі** між Україною та ЄС, Канадою.

7. Ще одним важливим аспектом впливу економіки Китаю на торговельні потоки є т.зв. умови торгівлі, які можуть загалом впливати на економічну динаміку не лише окремої країни, але й партнерських країн. **Для України** упродовж наступних 2-3 років ймовірним є **погіршення умов торгівлі**, що у 2018-2019рр., поряд з політичними напруженостями, актуалізує **виклики і ризики, пов'язані з погіршенням структури платіжного балансу**, а з тим і макроекономічних балансів загалом (зростанням зовнішньоторговельних та бюджетних дефіцитів, послаблення припливу капіталів, посилення боргового навантаження тощо).

Покращення умов торгівлі зазвичай є позитивним чинником для підвищення рівня заощаджень. Ефект доходу, який прискорюється при розширенні експорту, дозволяє витратити менше ресурсів на імпортні товари, що, водночас, дозволяє заощаджувати більшу частку ресурсів у розпорядженні. Однак, **Україна має далі відсторонюватись від впливів, пов'язаних із зовнішніми факторами**. Загалом **чим вищою є конкурентоспроможність і розвиненість країни, тим меншим є вплив** умов торгівлі на її платіжний баланс, що й підтверджується практикою багатьох країн. Так, для успішних європейських висхідних країн, яким вдається прискорити структурні зміни, а з тим і посилити конкурентоспроможність (в умовах високих конкурентних вимог ЄС), коливання індексу умов торгівлі не є значними.

8. Найближчими роками відбуватимуться суттєві **зміни у структурі світових заощаджень**. Підкреслимо, що країни з високим рівнем заощаджень, як правило, не мають проблем з доступом до фінансових ресурсів (насамперед, внутрішніх), що дозволяє, крім іншого, **підтримувати як високий рівень інвестицій, так і стійку економічну динаміку**.

Належний **рівень заощаджень і позитивні умови торгівлі спонукають до припливу ПІІ**, оскільки інвестори можуть вбачати у відповідній макроекономічній «комбінації» (позитивні рівні заощаджень та умов торгівлі) передумови подальшого стійкого зростання. **Справедливим є і зворотнє – ПІІ стають чинником структурних змін**, які посилюють конкурентоспроможність, змінюють структуру економіки, оновлюють експортний потенціал та товарну структуру експорту, а з тим – країна просувається до нових конкурентних ніш, менш залежних від **умов торгівлі**.

9. Взаємовпливи рахунку поточних операцій платіжного балансу та монетарної політики часто залишаються недооціненими. Однак, **монетарна експансія** є позитивним чинником розширення і **прискорення позитивної економічної динаміки**, що є вагомим чинником збільшення заощаджень, інвестицій в основний капітал, а також припливу ПІІ, які, *з одного боку*, стають складовою подальших інвестицій в основний капітал (посилюючи макроекономічне середовище країни), *з іншого* – фінансують сальдо рахунку поточних операцій (обмежуючи потреби зовнішнього фінансування), що, своєю чергою, ще й зменшує ризики боргового тиску.

Макроекономічна теорія і досвід практично всіх країн однозначно вказують на те, що, *по-перше*, **неодмінною складовою** стійкого зростання і розвитку є **послідовне розширення пропозиції грошей**. *По-друге* – за будь-яких обставин розгортання макроекономічних дисбалансів, обмеження і вихід з кризи вимагають відповідного монетарного стимулювання. На жаль, в Україні вказані «постулати» останніми роками ігноруються і необгрунтовано реалізується жорстка обмежуюча монетарна політика. Безпосереднім її наслідком і результатом є, водночас, системне порушення кредитування – фактично упродовж всього посткризового періоду (після 2009р.) обсяги кредитування суб'єктів господарської діяльності послідовно зменшувались, а з тим і погіршувалися зовнішньоекономічні можливості багатьох підприємств (позбавлених фінансових ресурсів), що й далі підштовхувало країну до стагнації.

10. В Україні, зазвичай, економічні шоки супроводжувались інвестиційними, інфляційними і валютними, що підтверджується власною практикою країни. І навпаки – **знецінення гривні було серед вагомих чинників економічних втрат** (падіння ВВП, прискорення інфляції, погіршення ділової та інвестиційної привабливості). Хоча «слабка» гривня періодично допомагала покращенню зовнішньоторговельного сальдо, проте це мало лише короткостроковий вияв і не ставало чинником стійкого відновлення.

Тому лише виважена валютна політика (зокрема, в частині зрозумілості і прозорості діяльності НБУ) сприятиме збереженню купівельної

спроможності гривні і зможе слугувати суттєвим чинником посилення макроекономічної стійкості.

11. Хоча Україні вдалося відтермінувати дефолтні ризики, однак упродовж лише двох найближчих років країні слід долучитися до надійних фінансових джерел і повного виконання зовнішньоборгових зобов'язань. Слід підкреслити, що **навіть думки стосовно дефолту не припустимі**. Нагадаємо, що після того, як Аргентині у 2001р. **не вдалося досягти прийнятної угоди** з міжнародними інвесторами **у частині реструктуризації** виплат за зовнішніми боргами (а відтак, оголосити дефолт), країна на 15 років була позбавлена можливості користатися міжнародними ринками капіталів. Це **важливе попередження і пересторога для України** стосовно пріоритетності послідовного і повного розв'язання зовнішньоборгової проблематики.

Ситуація з зовнішнім фінансуванням ускладнюється ще й тим, що останніми роками Україна змушена докладати значних зусиль і для наповнення міжнародних резервів. Нинішній загальний зовнішній борг України практично у 2,5 рази перевищує обсяг виручки від усього експорту, а короткостроковий є втричі вищим, ніж валові валютні резерви країни. Тобто в контексті **боргової проблематики наявний обсяг валютних резервів країни є вкрай недостатнім**.

12. Зважаючи на нинішню економічну та фінансову нестійкість, **доступ країни до міжнародних ресурсів помітно обмежений**, що ускладнює утримання макроекономічної і фінансової стійкості. *По-перше*, серед суверенних емітентів країн ЦСЄ, **єврооблігації України** мають найвищу доходність, що, водночас, означає і **найвищі ризики**. А тому й привабливість таких облігацій є сумнівною.

По-друге, **можливості рефінансування** облігацій значною мірою **залежать від геополітичних факторів** (у т.ч. припинення чи обмеження військових дій на Сході України), а також результативності реформувальних (насамперед, інститутів державного управління, де до останнього часу успіхи країни були незадовільними). Ситуація ускладнюється тим, що вже у 2017-2018рр. загалом відновиться високий попит на позичкові кошти у висхідних країнах.

Останнє означає, що саме з таких стратегічних обмежень слід виходити при плануванні участі України в доступі до позичкових ресурсів (попит досягатиме максимальних значень у 2019-2020рр.), що, водночас, означає суттєве зростання фінансових ризиків для країни у вказаний період.

Ситуація погіршується тим, що МВФ за півроку до важливих виборів в країні зазвичай припиняє надання фінансової допомоги (для уникнення звинувачень у політизації). Тобто **з осені 2018р. Україна може залишитись без фінансової підтримки міжнародних фінансових інститутів** і змушена буде розраховувати лише на власні ресурси (зовнішні ринкові джерела приватних кредиторів будуть вкрай дорогими).

13. Проблемою залишається для України фактична незадіяність джерела, яке в багатьох країнах відігравало вагомий роль не лише у фінансуванні дефіцитів державних фінансів, але й слугувало **чинником структурних**

змін в економічному середовищі – приватизації. **Успішні приватизаційні процеси та інвестиційне розширення** посилюють результативність одне одного – простежується **позитивний взаємозв'язок припливу ПІІ та успішності приватизаційних процесів**, тому вкрай важливим є термінове відновлення і розширення приватизаційних процесів в Україні.

14. Таким чином, сьогодні і упродовж принаймні двох наступних років **перед Україною постають критичні ризики**, пов'язані з:

- ослабленням експортного потенціалу і слабким включенням у нові конкурентні середовища,
- низькими рівнями заощаджень та інвестицій,
- погіршенням умов торгівлі і платіжним балансом,
- відстороненістю від глобальних інтеграційних та інфраструктурних проектів,
- відтоком капіталів,
- слабкістю джерел фінансування фіскальних і зовнішньоторговельних дефіцитів,
- здорожчанням позичкових коштів і посиленням боргового тиску.

Від того, на скільки **Україні вдасться переламати негативні чинники, складові і тенденції, перетворивши виклики на можливості, й залежатиме економічне відновлення країни.**

Conclusions and recommendations for the economic policy

1. Ukraine is gradually emerging from a protracted deep crisis, however a number of macroeconomic imbalances and institutional contradictions indicate the likely intensification of negative pressure that could destroy the stabilization process in the country. This pressure can manifest and be activated in Ukraine in a **politically difficult 2019**, when the elections of the President and the Parliament should take place, as well as the formation of the new government, which will be accompanied by unfavorable external challenges (in particular, the continuation of Russian aggression in the East of Ukraine), and by spreading and deepening internal oppositions between the leading political forces.

At the same time, during this period there is a **tendency for socio-economic problems to accumulate**. Between such problems, one can expect reducing welfare, low economic dynamics, worsening external balances due to poor competitiveness, loss of solvency, as a result of increasing external debts. In conditions of weak **institutional capacity of reforms**, all the above may compromise the achievement of sustainable economic growth and development.

2. Among the contemporary geoeconomical and geopolitical processes, the **decisive role** belongs to the implementation (and consequently to its impact on most of the world) of the **new economic policy of the USA**, whose characteristics will be as follows: higher growth of the US economy (compared with the main EU countries and Japan), increase of the interest rate (faster pace compared with the dynamics of the European Central Bank and the Bank of Japan), dollar appreciation on world markets, strengthening the position of the US banks and companies in the global financial markets.

The biggest global influences, resulting from monetary, fiscal and structural transformations in the US, are likely to take place in the second half of 2018 - the first half of 2019. Increasing interest rates and fiscal expansion / stimulus in the United States will strengthen **capital inflowing to the US markets**, which, in its turn, may enhance global trade and currency imbalances.

It will also mean increasing profitability on international borrowing markets. This will lead, *from one side*, to growing cost of borrowing and increased debt pressure, especially for countries with unstable institutions and economies, and *from the other side*, to significantly reduced investor interest (for both direct and portfolio investments) for politically and economically unsteady countries (such as Ukraine).

3. The change in the US policy regarding its increased protectionism and the "divorce" between the UK and the EU (*Brexit*) will lead to a significant reorientation of trade flows from the "traditional markets" to new rather productive and absorbing markets. In such circumstances, **new niches for "third" countries** are likely to emerge, if they can offer more favorable price conditions. However, additional **limits or even reduced demand for products of "third" countries** are equally likely, which could bring a significant export loss for Ukraine as one of the least competitive countries in Europe.

The main processes related to *Brexit*, are likely to be completed in 2019 (as well as fiscal changes in the US), and this is the time of probable **acceleration of structural changes** in the European developed countries (i.e. formation of new economic and institutional environment), which would also require changes in economic policies of the countries seeking to continue active partnerships with the updated EU and the UK. This fully applies to Ukraine, and one of the principal challenges for the country is looking for **new formats of collaboration**, especially with Great Britain in the consistent implementation of the perspective policy of free trade.

4. One of the important consequences of expanded protectionist measures and refusal of the USA to continue taking part in the Trans-Pacific partnership will (with high probability) be the loss of importance and authority by the World Trade Organization. This, in its turn, will slow the formation of agreed harmonized rules and procedures of international economic relations. Instead, it is likely that the **tendency to the formation and strengthening of new structures and the integration of regional economic alliances will increase**. Moreover, such alliances can quickly create preferential production, trade, investment and infrastructure networks. Although it will require additional costs that may not always be immediately available in emerging countries, however, finding these resources and integrating into such alliances turn out to be real **prerequisites for "survival" of a country**.

World experience proves – the more **highly integrated are the markets** in a region, the **more attractive is this region** for entry of further investments, which, in its turn, expands competitive niches. That is undoubtedly due to the formation of aggregate demand in China's economy, and further increases in its constituent economic factors, additional systemic changes in the impact on the development of other countries will occur. In this context, the geographical remoteness will be decreasing importance, while **infrastructure and integration readiness will be becoming more and more significant**. This fully applies to Ukraine, as well.

5. In new conditions the role of **global leader of world trade** will be **consistently held by China**, which continues to strengthen its own position in global trade and investment. However, although during the last decade the dynamics of the economic growth in emerging countries has significantly outpaced the dynamics of the economic growth in developed countries, such a difference in economic dynamics is also contradictory, since **emerging countries** still remain largely **dependent on technological, innovation and financial resources of developed countries**. This is why the sources of systemic changes in the global economy still mostly remain the largest developed countries (and their unions) - the USA, the UK, the EU, Japan and the others, whilst the Chinese economy, not yet established and institutionally strong, still

belongs to emerging ones. Therefore, the development of international economic rules and standards does not seem to be simple and consistent, not only on the global level, but also for individual (regional) integration formations.

6. Although **Ukraine needs to restore its investment potential** and active attraction of foreign investments into the national economy, even more important is the **accelerated integration** (and, consequently, investments) of the country to world production, trade and financial networks that will allow Ukraine to sustain in global trends.

Without denying aspirations of Ukraine for European integration, it should be noted that in the coming decades the region that will play an increasingly greater role in the global labor market, forming value-added chains is the East Asian region. Therefore, for a country that would rather be an active participant in global economic processes, it is important **to be involved in the transcontinental projects** initiated by investors from East Asian countries.

As soon as possible, Ukraine should overcome weak infrastructure and integration capabilities, strengthen its positions in emerging markets, in particular its transport capacity and bringing it closer to the transport network of the CEE countries, as well as to expand trade and mutual investment, especially in view of the **prospects of free trade zones** between Ukraine and the EU, Canada, etc.

7. Another important impact of the economy of China on trade flows is the so-called terms of trade, which may affect the general economic dynamics of not only any individual country, but also partner countries. **As far as Ukraine is concerned**, the next 2-3 years are likely to be characterized by **deterioration of terms of trade**, which in 2018-2019 along with political tensions, might accelerate **challenges and risks associated with the deterioration of the balances of payment structure**, and, consequently, general macroeconomic balances (increase in trade and budget deficits, weakening capital inflow, increasing debt load, etc.).

Improving terms of trade is generally a positive factor for increasing the level of saving. The effect of income which is accelerated in exports expansion, allows using fewer resources to spend on imported goods, and at the same time, saving a larger share of disposable income. However, **Ukraine should further distance itself from** the impacts associated with external factors. In general, the **higher the competitiveness** and development of the country, the **smaller the impact** of terms of trade on its balance of payments, as is has been confirmed by practices in many countries. Therefore, for successful emerging European countries which manage to accelerate structural changes, and thus strengthen their competitiveness (in the context of the high competitive requirements of the EU), the fluctuations of the terms of trade index is not so valid.

8. In the coming years there will significant changes in the **structure of global saving**. It is noticeable that countries with high savings usually do not have any problems to access financial resources (primarily domestic ones), that allows them, among other factors, to **maintain a high level of investment and sustainable economic dynamics**.

An appropriate level of **saving and positive trading conditions encourage FDI** (foreign direct investments), since such macroeconomic "combination" (positive levels of savings and terms of trade) shows investors the prerequisites for further sustainable growth. **The reverse is fair as well – FDI become factors for structural changes** that enhance competitiveness, change the structure of the economy, renew export potential and export structure, which allows the country to find out new competitive niches, less dependent on **terms of trade**.

9. Interdependencies between current account of the balance of payments and monetary policy are often underestimated. However, **monetary expansion** is a positive factor for the **acceleration of positive economic dynamics**, which is an important factor in increasing savings, capital investment and FDI inflows. *On one hand*, they become a component for further fixed investments (by strengthening the macroeconomic environment of the country), and *on the other hand*, they improve current account financing (by narrowing the need for external financing), and thus reduce the risk of debt pressure.

Macroeconomic theory and experience of almost all countries clearly indicate that, *first*, the **consistent expansion of money supply** is **indispensable** for sustainable growth and development. *Second*, under any circumstance the deployment of macroeconomic imbalances, limiting and overcoming the crisis require appropriate monetary incentives. Recently, these "postulates" are unfortunately, ignored in Ukraine and an unreasonably restrictive monetary policy has been implemented. The immediate consequence and the result of such a policy are the systemic violations of lending – in fact, throughout the whole post-crisis period (after 2009) **credits to the economy gradually decreased**, whilst economic possibilities for many companies (lacking financial resources) deteriorated, which pushed the country further into stagnation.

10. In Ukraine, economic shocks are usually accompanied by investment, inflation and currency shocks and vice versa – **depreciation of hryvnia was among the important causes of economic losses** (decrease of GDP, accelerating inflation, deterioration of business and investment attractiveness). Although the "weak" hryvnia occasionally helped to improve the external balance, it nevertheless had only short-term impact and did not become a factor for sustainable recovery.

This is why only a prudent monetary policy (particularly in terms of clarity and transparency of the NBU) will help to preserve the purchasing power of the hryvnia and will serve as an essential factor in strengthening macroeconomic sustainability.

11. Whilst Ukraine has recently managed to postpone default risks, the country has only the next two years to secure reliable financial sources and fulfill its obligations on external debts. It should be emphasized that **even an idea of default is unacceptable**. Indeed, the example of Argentina in 2001 when the country **failed to reach acceptable agreements** with international creditors **regarding restructuring its foreign debt payments** (and therefore, it was obliged to declare default), resulted in 15 years, during which it was impossible for Argentina to have access to international capital markets. This is **an important warning and an alarm for Ukraine** regarding the priority for consistent and complete implementation of all issues as to external debts payments.

The situation with external financing is also complicated by the fact that in recent years Ukraine has had to make considerable efforts to fill international reserves. The current total external debt of Ukraine almost 2.5 times exceeds its exports value, and the short-term debt is three times higher than the gross foreign exchange reserves of the country. In other words, **in the context of external debts, the existing gross international reserve of the country is extremely insufficient**.

12. Given the current economic and financial instability, Ukraine has **a significantly limited access to international resources**, which makes it difficult to maintain macroeconomic and financial stability. *Firstly*, among sovereign CEE issuers, **euro-bonds of Ukraine** have the highest rate of return, which equally means that the **risk is also the highest**. The attractiveness of such bonds is, therefore, rather questionable.

Secondly, the **possibility of refinancing** bonds is largely **dependent on geopolitical factors** (including termination or limitation of the war activities in the East of Ukraine), as well as on the success of reforms (especially those related to public administration and governmental institutions, which have been recently rather unsatisfactory). The situation is complicated by the fact that already in 2017-2018, there will be a recovery of high demand for borrowed funds in emerging countries. The latter means that one should seriously consider such strategic limits while planning the participation of Ukraine in accessing loan resources (its demand will reach maximum values in 2019-2020). This also means a substantial increase of financial risks for the country during this period.

This situation is exacerbated by the fact that the IMF would normally stop providing financial assistance to any country six months before its important elections (to avoid accusations of politicization). Thus, **starting autumn 2018, Ukraine might find itself without any financial support of international financial institutions** and will have to rely on its own resources (external market sources of private creditors will be very expensive).

13. Other problem for Ukraine lies in failure to use the source, which in many countries has played an important role not only in financing the budget deficit but also served as a factor in **structural changes** in the economic environment – that of privatization. **Successful privatization processes and investment expansion** mutually increase each other's effectiveness and efficiency. There is a **positive correlation between FDI and success of privatization processes**, so it is highly important to urgently restore and expand privatization in Ukraine.

14. Therefore, today and during at least the next two years, **Ukraine faces critical risks** associated with:

- decreasing export potential and weakening inclusion in the new competitive environments,
- low levels of savings and investments,
- worsening terms of trade and balance of payments,
- detachment from global integration and infrastructure projects,
- capital outflow,
- weakness of funding sources for fiscal and external trade deficits,
- increased cost for borrowed funds and deepening of debt pressure.

The economic recovery of the country therefore fully depends on **how effectively Ukraine will manage to overcome the negative factors, elements and tendencies, by turning challenges into opportunities and using them for the country development.**

Виклики та загрози моделі формування міжнародних резервів за програмою співпраці України з МВФ

Станіслав Аржевітін,

завідувач кафедри банківської справи КНЕУ імені Вадима Гетьмана

Одним із головних показників діяльності НБУ, який є кількісним критерієм ефективності для постійного контролю з боку Міжнародного валютного фонду (МВФ) – це нижня межа на кумулятивну зміну чистих міжнародних резервів (ЧМР) НБУ (таблиця «*Кількісні критерії ефективності...»*).

Кількісні критерії ефективності та індикативні цільові показники

(на кінець періоду)

програми розширеного фінансування (EFF),

що належать до компетенції НБУ (у редакції від 29.03.2017р.)

що належать до компетенції НБУ (у редакції від 29.03.2017 р.)

	2015	2016		2017			
	грудень	грудень		березень	червень	вересень	грудень
	факт	критерії ефектив- ності (кореговані)	факт	критерії ефектив- ності	пропоновані критерії ефективності		
Кількісні критерії ефективності							
Нижня межа на зміну наростаючим підсумком* чистих міжнародних резервів (за програмними обмінними курсами), \$ млн.	1 251	2 627	2 692	2 288	3 451	2 894	4 578
Верхня межа (стеля) на зміну наростаючим підсумком* чистих внутрішніх активів НБУ, млн. грн.	316 271	30 835	3 135	22 584	14 301	30 791	23 169
Індикативні цільові показники							
Верхня межа (стеля) на зміну наростаючим підсумком* монетарної бази, млн. грн.	336 000	72 252	45 576	58 655	-	-	-
Річний рівень інфляції (місяць до відповідного місяця попереднього року). %	43,3	12,0 (+/- 3 п.п.)	12,4	12,0 (+/- 3 п.п.)	12,0 (+/- 3 п.п.)	10,0 (+/- 3 п.п.)	8,0 (+/- 2 п.п.)

* цілі на 2016 і 2017рр. вказані наростаючим підсумком з 01.01.2016р.

ЧМР визначаються як деномінована у доларах різниця між ліквідними валовими міжнародними резервами та пов'язаними з резервами зобов'язаннями перед нерезидентами, перерахованими за програмними обмінними курсами. Програмний курс для перерахунків у гривню за діючою Програмою розширеного фінансування (EFF) на 2015-2019рр. встановлений на рівні 15,7686 грн./\$1.

Чисті внутрішні активи (ЧВА) НБУ визначаються як різниця між монетарною базою (МБ) та ЧМР за програмним обмінним курсом. Кредити МВФ збільшують лише величину валових міжнародних резервів (ВМР) і не впливають на величину ЧМР.

Динаміка фактичних значень чистих міжнародних резервів НБУ та їх прогнозованих обсягів представлена на діаграмі «Міжнародні резерви України»¹¹¹.



Отже, постають запитання:

а) чому саме показник ЧМР є головним монетарним індикатором діяльності НБУ з боку МВФ;

б) чому Меморандумом про співпрацю між Україною і МВФ встановлюється саме нижня межа сукупних змін ЧМР;

в) чому офіційні особи НБУ у публічних виступах завжди вживають термін «валові міжнародні резерви», а не «чисті міжнародні резерви»?

На ці та інші запитання дає відповідь запропонований аналіз.

Україна є членом МВФ з 3 вересня 1992р., а першу програму співпраці було укладено у жовтні 1994р. Відтак протягом 1994-2017рр. Україна отримала від МВФ за усіма програмами понад \$31 млрд.

¹¹¹ Для побудови графіків використано статистичні дані НБУ (до 2016р. включно) та прогнозні показники програми розширеного фінансування EFF 2015р. у редакції від 29.03.2017р. – Ukraine : 2016 Article IV Consultation and third review under the Extended Arrangement... – <http://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2017/04/04/Ukraine-2016-Article-IV-Consultation-and-third-review-under-the-Extended-Arrangement-44798>.

Нижче у таблиці «Програми співпраці України з МВФ» представлений короткий опис хронології співпраці України з МВФ.

Програми співпраці України з МВФ*

Програма	Термін дії програми	Узгоджений обсяг позики, млн. СПЗ	Фактичний обсяг позики, млн. СПЗ	Примітки
Системна трансформаційна позика (STF)	26.10.1994р., 07.04.1995р.		499	Двома траншами отримано \$0,8 млрд.
Стенд-бай	07.04.1995р. - 06.04.1996р.	997	539	
Стенд-бай	10.05.1996р. - 23.02.1997р.	598	598	Загалом за трьома програмами отримано \$1,9 млрд.
Стенд-бай	25.08.1997р. - 24.08.1998р.	399	181	
Програма розширеного фінансування (EFF)	04.09.1998р. - 03.09.2002р.	1920	1193	Отримано \$1,6 млрд.
Стенд-бай (попереджувальний)	29.03.2004р. - 28.03.2005р.	412	0	Ресурси не залучались.
Стенд-бай	05.11.2008р. - 28.07.2010р.	11000	7000	Трьома траншами отримано \$10,6 млрд. Дія програми припинена достроково, у зв'язку з укладенням нової угоди.
Стенд-бай	28.07.2010р. - 27.12.2012р.	10000	2250	Двома траншами отримано \$3,4 млрд. Надання подальших траншів не відбулося через невиконання Україною умов програми.
Стенд-бай	30.04.2014р. - 10.03.2015р.	10976	2973	Двома траншами отримано \$4,6 млрд. Дія програми припинена достроково, у зв'язку з укладенням нової угоди.
Програма розширеного фінансування (EFF)	11.03.2015р. - 10.03.2019р.	12348	6178	Чотирма траншами отримано \$8,5 млрд. (станом на квітень 2017р.).
Усього		48650	21410	Загалом з 1994р. Україна отримала від МВФ за усіма програмами понад \$31 млрд.

* - складено за матеріалами МВФ (<http://www.imf.org>), Мінфіну України (<http://www.minfin.gov.ua>), НБУ (<https://bank.gov.ua>).

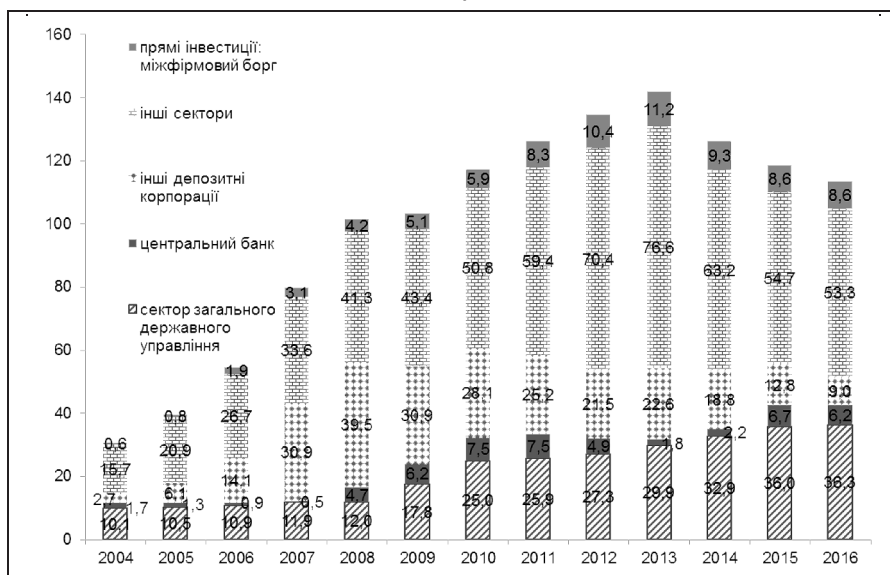
На сьогодні, завдяки кредитам, отриманим Україною з боку офіційних і міжнародних кредиторів, реструктуризації в 2015р. частини її зовнішнього боргу та накопиченню державою його нових обсягів, з 01.01.2015р. до 01.01.2017р. зовнішній борг сектору загального державного управління та центрального банку збільшився на \$7,5 млрд. – до \$42,6 млрд.

Різке погіршення у 2016р. поточного рахунку платіжного балансу (до мінус \$3,8 млрд. порівняно з мінус \$0,2 млрд. у 2015р.), безпосередньо зумовлено трикратним зростанням дефіциту зовнішньої торгівлі товарами та послугами (до мінус \$5,8 млрд. порівняно з мінус \$1,7 млрд. у 2015р.). Такі вади національної економіки є відчутними на міжбанківському валютному ринку, де обсяги купівлі безготівкової іноземної валюти в 2016р. (\$60,2 млрд.) продовжували перевищувати їх продаж (\$59,1 млрд.). Подібний стан справ є характерним для економічного розвитку України, відображає його структурні вади і періодично перетворюється у масштабні економічні і валютні кризи.

Зазвичай подолання таких ситуацій відбувається за рахунок фінансових вливань МВФ. Так, протягом одного року Україна була змушена звернутися за двома стабілізаційними програмами МВФ (30.04.2014р. – *Stand-by*, 12.03.2015р. – *EFF*). У 2014р. відбулося швидке зменшення міжнародних резервів з \$20,4 млрд. до \$7,5 млрд. Зазначене разом із низьким рівнем суверенного рейтингу країни та збереженням її значного зовнішнього боргу (121,8% ВВП станом на 01.01.2017р. порівняно з 131,3% ВВП на 01.01.2016р.) обумовлює високу національну залежність від зовнішніх запозичень насамперед у рамках програми *EFF*. Саме тому, після отримання у квітні 2017р. чергового траншу від МВФ (третій перегляд Програми, 734,05 млн. СПЗ), керівництво країни звернулось до МВФ з проханням приступити до наступних переглядів та виділити у 2017р. ще \$4,5 млрд.

Інвестиційний клімат та фінансовий стан в країні, обмеження на валютному ринку не сприяють залученню приватного іноземного капіталу. На цьому тлі спостерігається зменшення зацікавленості інвесторів у вітчизняних ОВДП – протягом 2016р. нерезиденти зменшили обсяг володіння ними на 71,2% – з 22,5 млрд. грн. до 6,5 млрд. грн. Скоротилося і зовнішнє кредитування банків – їх валовий зовнішній борг зменшився з \$22,6 млрд. у 2013р. до \$18,8 млрд. у 2014р., \$12,8 млрд. – у 2015р. та \$9,0 млрд. – у 2016р. (діаграма «Зовнішній борг України»).

**Зовнішній борг України,
\$ млрд.**

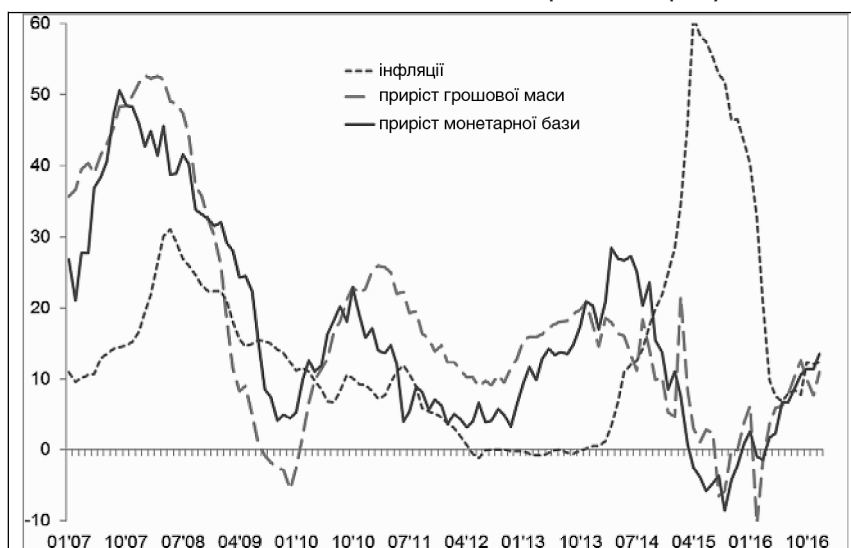


Саме наявність великих боргових зобов'язань, і особливо зовнішніх, примушує МВФ контролювати НБУ за показником мінімального приросту

ЧМР, а паралельно і верхню межу (стелю) приросту ЧВА, оскільки за розрахунками фінансового програмування МВФ вважається, що збільшення внутрішнього кредитування веде до зниження чистих зовнішніх резервів центрального банку внаслідок зростання імпорту і погіршення поточного рахунку платіжного балансу.

Ці та інші методологічні підходи фінансового програмування МВФ та жорсткі монетарні умови програми співпраці за черговим Меморандумом часто виявлялися нереалістичними для виконання. Це зокрема, призводило до дострокового припинення співпраці в межах попередніх програм та невиконання так званих структурних «маяків» діючої програми. Так, на кінець грудня 2016р. Україна дотрималась лише 3 із 11 структурних «маяків», встановлених на період з вересня по грудень 2016р. у межах програми розширеного фінансування за Меморандумом від 1 вересня 2016р. З метою збереження міжнародних резервів та недопущення витоку гривневої маси на безготівковий валютний ринок НБУ вдався до наджорсткої монетарної політики, демонетизувавши економіку (діаграма «Річні темпи інфляції та монетарних агрегатів»).

Річні темпи інфляції та монетарних агрегатів,
% до відповідного місяця попереднього року



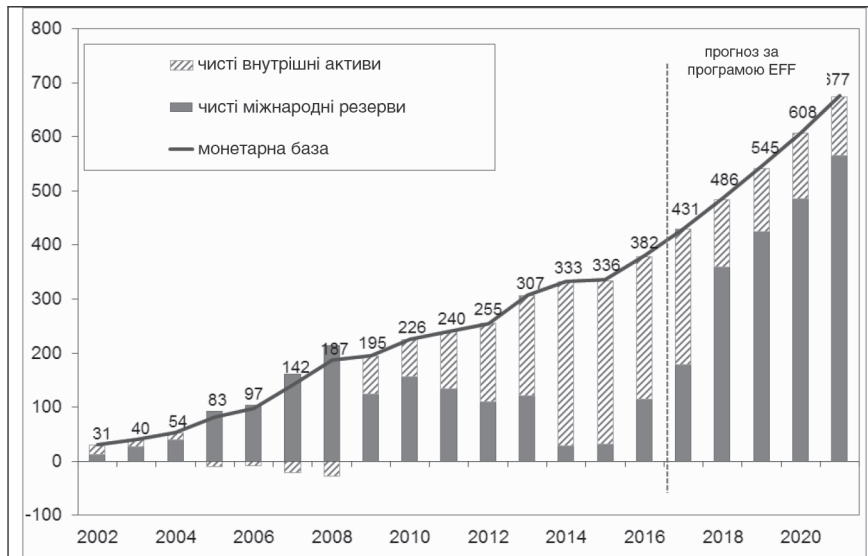
Левову частку у валових міжнародних резервах складають запозичення від МВФ, які з іншого боку за розрахунками того ж МВФ не входять до обсягу чистих міжнародних резервів. Саме тому ЧМР перебувають під особливою увагою цієї міжнародної інституції.

Крім того потрібно зазначити, що ЧМР постійно перебувають у критично низькому діапазоні. Так, за умовами першого перегляду у серпні 2014р. програми *Stand-by* ЧМР на кінець року мали становити не менше \$7,2 млрд. (за програмним курсом 10,9546). Фактично на кінець 2014р. вони скоротились до \$1,7 млрд. (на \$5,5 млрд. менше, ніж передбачалось за критерієм ефективності).

Ще один приклад. Протягом 2015р. ЧМР зменшились ще на \$576 млн. до \$1,3 млрд. (за програмним курсом 15,7686), тоді як за програмою *EFF* мали зрости до \$2,4 млрд. У 2016р. ЧМР збільшились на \$2,7 млрд. (до \$3,9 млрд.), навіть дещо перевищивши запланований мінімальний приріст за програмою *EFF*. Яка ж динаміка та структура наповнення ЧМР

передбачена до 2021р., відповідно до показників діючої програми *EFF*? Це наглядно видно на діаграмі «Монетарна база та її складові».

Монетарна база та її складові, млрд. грн. (на кінець періоду)



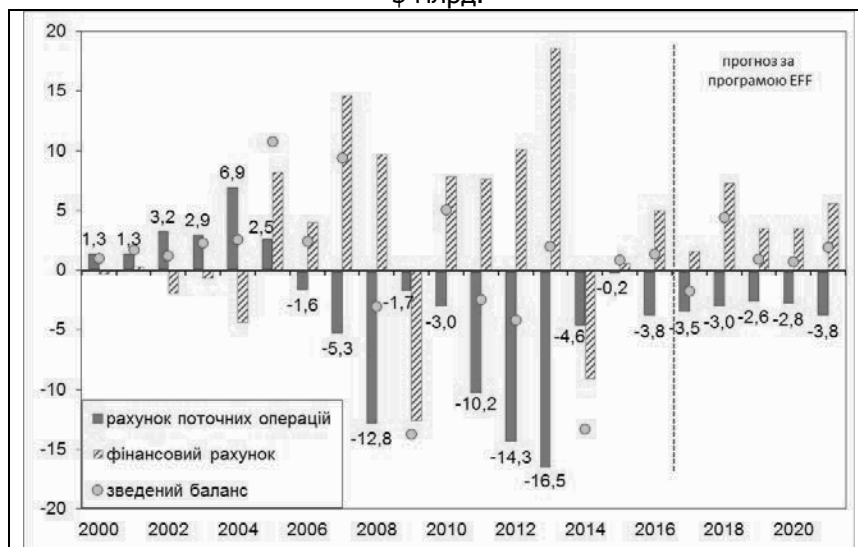
У 2014-2015рр. обсяг ЧМР знизився до критичного рівня (а у квітні 2015р. набував навіть від'ємного значення), при тому що у 2005-2008рр. ЧМР перевищували обсяг монетарної бази. Кредитор МВФ прекрасно розуміє відкритість української економіки, вразливість гривні до зовнішніх шоків та значний обсяг заборгованості України за зовнішніми зобов'язаннями. У багатьох країнах з власною грошовою одиницею ЧМР стабільно перевищують обсяг монетарної бази (Польща, Чехія), що свідчить про ефективну зовнішньоекономічну політику цих країн і наповнення резервів від національної економіки цієї країни.

Україна – це країна із малою, сировинною і відкритою економікою, залежною від зовнішніх шоків та зовнішніх запозичень. Виходячи із програми *EFF*, до кінця 2021р. Україна має накопичити ЧМР до \$18,3 млрд. (566 млрд. грн.). Якщо розділити ці два показники, то отримаємо курс 31 гривні за долар станом на 31.12.2021р. Постає логічне питання – за рахунок яких джерел планується накопичувати ЧМР у майбутньому, коли за прогнозом МВФ поточний рахунок буде постійно від'ємним: 2017р. – мінус \$3,5 млрд., 2018р. – мінус \$3,0 млрд., 2019р. – мінус \$2,6 млрд., 2020р. – мінус \$2,8 млрд., 2021р. – мінус \$3,8 млрд. (діаграма «Показники платіжного балансу»)? Тобто за наступні 5 років матимемо дефіцит за поточним рахунком \$15,7 млрд. Крім того, згідно з Технічним Меморандумом про взаєморозуміння, потенційне залучення НБУ позикових коштів в іноземній валюті на внутрішньому ринку не в стані збільшити ЧМР, так як вони відносяться до резервних зобов'язань.

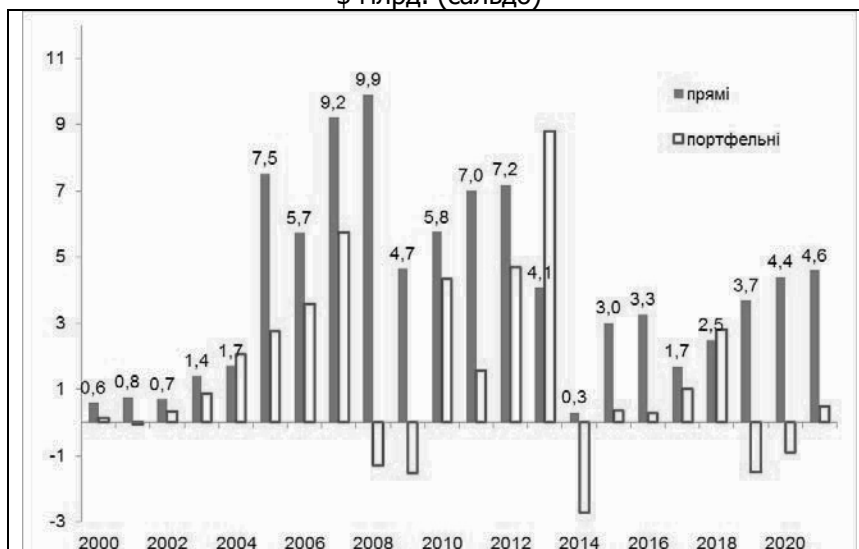
Часткову відповідь на це питання дає прогноз МВФ щодо фінансового рахунку та зведеного платіжного балансу, а також інші розділи з Меморандуму між Україною та МВФ. Фінансовий рахунок на наступні 5 років прогнозується з профіцитом: 2017р. – \$1,6 млрд., 2018р. – \$7,3 млрд., 2019р. – \$3,5 млрд., 2020р. – \$3,5 млрд., 2021р. – \$5,6 млрд. (в цілому за 5 років – \$21,5 млрд.). Прямі іноземні інвестиції матимуть тенденцію до зростання: від \$1,7 млрд. у 2017р. до \$4,6 млрд. у 2021р. (діаграма «Прямі та портфельні інвестиції»). Постає аналогічне

запитання, яка особлива зацікавленість в Україні з'явиться у інвесторів, коли суверенний рейтинг країни далекий від інвестиційного (за версією агенції *Fitch* – «B-»), на Сході країни ведуться бойові дії, а влада має низький рівень довіри у суспільстві. Більшість експертів вважають, що такі «ПІІ» чекають в Україні ринку продажу багатющої сільськогосподарської землі, продажу трьох великих державних банків (Укрексімбанк, Ощадбанк, Приватбанк), продажу стратегічних державних об'єктів тощо.

Показники платіжного балансу,
\$ млрд.



Прямі та портфельні інвестиції,
\$ млрд. (сальдо)



Отже, починаючи з 2018р. сальдо зведеного балансу відповідно до програми *EFF* має бути додатним (за 2017-2021рр. сумарний профіцит становитиме \$6,1 млрд.). Ще одним традиційним джерелом поповнення валютних ресурсів передбачено залучення офіційного фінансування від СБ, ЄІБ, ЄБРР, ЄС тощо (\$8 млрд. за 5 наступних років). У підсумку це й повинно забезпечити приріст ЧМР за 2017-2021рр. з \$4,2 млрд. до \$18,3 млрд. (або на \$14,1 млрд.).

Таким чином, закладений нашою монетарною владою план співпраці з МВФ на найближчі 5 років передбачає рецесійний сценарій: відповідно до програми *EFF* Україна у 2021р. за обсягами експорту товарів (\$49,3 млрд.) не досягне навіть рівня кризового 2014 р. (\$50,6 млрд.). Враховуючи вищевикладені міркування щодо реалістичності накопичення ЧМР, а також запрограмовані обмеження на приріст чистих внутрішніх активів і монетарної бази, можна дійти висновку, що програма співпраці України з МВФ несе у собі загрозу гальмування економічного розвитку.

Комплексну оцінку монетарних умов програми співпраці Україна – МВФ, а також ті небезпеки, що випливають із наявного програмування, кафедра банківської справи КНЕУ виклала в Аналітичній доповіді¹¹², яка була розглянута і підтримана незалежними науковцями України на розширеному засіданні Громадської колегії Ради НБУ 29 березня 2017р. Зазначені матеріали були направлені до НБУ та представництва МВФ в Україні.

Підсумовуючи, можна зробити висновок, що вимоги з боку МВФ щодо накопичення ЧМР і їх жорсткий контроль є цілком слушними. Проте, певні застереження викликає структура джерел їх наповнення та обмеження обсягів внутрішнього кредитування в країні.

Збільшення міжнародних резервів НБУ переважно за рахунок нових запозичень і розпродажу стратегічного багатства країни, а не за рахунок стимулювання власного високотехнологічного виробництва з експортним потенціалом та імпортозаміщення – це вже питання рівня національної безпеки і економічного суверенітету України.

¹¹² Докладніше див.: Аналіз методології фінансового програмування МВБ і монетарних умов програми співпраці України та МВФ. – https://kneu.edu.ua/userfiles/Credit_Economics_Department/kafedra+BS2017/AnalE29482tichna_dopovE29482d_cshodo_monetarnih_umov_programi_MVF.pdf.

Вплив військових конфліктів на потоки капіталу, ВВП, боргові зобов'язання, валютні, споживчі та торговельні показники

Анатолій Баронін,

керівник компанії, аналітична група «*Da Vinci AG*»

Погіршення макроекономічних показників в Україні після 2014р. створило дискусію про те, яким є реальний рівень впливу військового конфлікту на економіку держави.

Незважаючи на чисельні дослідження впливу Першої та Другої світової війни на національні економіки, локальні збройні конфлікти та громадянські війни сучасного періоду мають іншу специфіку, тактику та інтенсивність, що відповідно впливає на їх економічні наслідки. Висновки окремих досліджень, що проводились на базі локальних конфліктів 1980-х років в Латинській Америці, на сьогоднішній день застаріли та суттєво відрізняються від впливу сучасних конфліктів.

Гіпотезами аналізу були:

- тривалість конфлікту впливає на макроекономічні показники, знижуючи негативний ефект у випадку позиційних бойових дій або зіткнень низької інтенсивності без значної руйнації інфраструктури;
- інтенсивність бойових дій та їх локалізація в районах економічної активності є ключовим чинником негативних змін в економіці;
- вплив на ВВП, видатки уряду, експортно-імпортні показники, видатки домогосподарств та внутрішні інвестиції є індикаторами, що мають схожу динаміку, як в умовах міждержавних збройних конфліктів, так і в умовах громадянських війн;
- збройні конфлікти мають безпосередній вплив на споживчі видатки та видатки домогосподарств.

Внутрішній валовий продукт. *P. Collier* довів¹¹³, що орієнтовна вартість громадянської війни у вираженні скорочення рівня економічного зростання (ВВП) становить 2,2% щорічно. Згідно з іншим дослідженням *P. Collier* та *A. Hoeffler*, в середньому громадянська війна триває 7 років. Таким чином, наприкінці війни економіка країни буде знаходитись на 15% нижче довоєнного показника.

На показник ВВП впливають наслідки збройного конфлікту: руйнація виробничих потужностей, інфраструктури, транспорту, втрата здатності використання земель внаслідок обстрілів, мінування, забруднення. Крім того, виїзд робочої сили з території країни, втрати серед цивільного населення мають побічний вплив на цей показник. Навіть у випадку внутрішньої міграції трудових ресурсів із зони збройного конфлікту з працевлаштуванням на новому місці негативний вплив на рівень ВВП

¹¹³ Collier P. On the Economic Consequences of Civil War. // Oxford Economic, 1999, Paper 51 (1), 168–183pp.

зберігається внаслідок руйнації/зупинки або втрати контролю над підприємствами в зоні конфлікту (таблиця «*Зміна ВВП на душу населення в деяких збройних конфліктах...*»¹¹⁴). Таким чином, внутрішня міграція в умовах конфлікту (біженці) збільшує зайнятість в певних регіонах, втім її негативний вплив на національну економіку зберігається внаслідок скорочення робочих місць в рамках держави через жертви або еміграцію.

**Зміна ВВП на душу населення в деяких збройних конфліктах
з початку до кінця збройного протистояння**

	ВВП/ душу населення, \$, перед	ВВП/ душу населення, \$, після	Сукупна зміна, %	Середня зміна за рік, %
Руанда 1990-1994	367	230	-37,32	-9,33
Бурунді 1993-2005	184	144	-21,73	-1,8
ДРК 1997-1999	212	64	-69,81	-34,9
Гвінея-Бісау 1998-1999	388	311	-19,84	-9,9
Сьєрра-Леоне 1991-2002	214	150	-29,91	-2,7
Малі 2012	739	715	-3,24	-3,2
Лівія 2011	13400	6650	-50,37	-50,3
Сербія 1999	2441	870	-64,35	-64,3
Таджикистан 1992-1993	503	154	-69,38	-34,6
Алжир 1991-2002	2359	1743	-26,11	-2,37
Чад 2005-2010	586	736	+15,59	+3,12
Ірак 2003	691	637	-7,8	-7,8
Ємен 1994	348	346	-0,57	-0,5
Грузія 2008	2900	2446	-15,65	-15,6
Україна 2014-2015	4030	2115	-47,5	-23,7

Порівняльний аналіз більшості військових конфліктів (міждержавних та громадянських) в період 1990-2016рр. свідчить про очевидне зниження рівня ВВП на душу населення після завершення конфлікту. Динаміка зниження цього показника коливається від 0,5% до 64,3%. Таким чином, висновки *P.Collier* про щорічний ефект від збройного конфлікту у 2,2% ВВП на прикладі ВВП на порівняльній моделі з використанням показника ВВП на душу населення переважно не працює. Втім, якщо на моделі, що розглядається, виокремити конфлікти, що за тривалістю перевищують 5 років (Бурунді, Сьєрра-Леоне, Алжир), то щорічне зниження показника становитиме 1,8-2,7%, що близько до висновку *P.Collier*. З цього можна зробити припущення: внаслідок довготривалості збройного конфлікту економіка країни адаптується та компенсує втрати, які характерні для конфліктів тривалістю до 2 років. Динаміка показників ВВП на душу населення для України в перші два роки війни відповідає загальному трендові. Це свідчить про те, що економіка України за показником ВВП на душу населення може продемонструвати зростання не раніше 2019р. у випадку збереження інтенсивності протистояння.

Прикладом такого висновку є Ангола. Незважаючи на бойові дії, інтенсивне мінування території (що до сих пір впливає на ведення сільського господарства) динаміка економічного розвитку демонструвала

¹¹⁴ Кушнір І. Мировая экономика 1970-2014. – <http://www.be5.biz/makroekonomika/ebook.html>.

позитивну тенденцію відповідно зі змінами активності збройного протистояння.

Зміна деяких макропоказників до та після збройних конфліктів,

\$, на душу населення

	Видатки уряду, до (після)	Внутрішні інвестиції, до (після)	Видатки домогосподарств до (після)	Експорт, до (після)	Імпорт до (після)
Руанда 1990-1994	50,9 (69,2) ↑	51,8 (18,2) ↓	278 (266,1) ↓	22,3 (13,3) ↓	43,1 (60,5) ↑
Бурунді 1993-2005	18,1 (20,9) ↑	37,9 (26,3) ↓	154,8 (129,6) ↓	9,1 (8,9) ↓	47,9 (41,6) ↓
ДРК 1997-1999	13,1 (17,7) ↑	59 (2,1) ↓	140,5 (57,7) ↓	63,6 (16,1) ↓	64,3 (11,9) ↓
Гвінея-Бісау 1998-1999	27,2 (33,5) ↑	93,1 (52,2) ↓	340,9 (281,1) ↓	81,5 (77,3) ↓	154,7 (133,2) ↓
Сьєрра-Леоне 1991-2002	17,0 (38,8) ↑	21,9 (32,6) ↑	183,1 (267) ↑	48,9 (23,8) ↓	51,8 (83,2) ↑
Малі 2012	113,8 (126,4) ↑	170,3 (150,8) ↓	455,6 (443,3) ↓	184,5 (185,8) ↑	197,8 (197,3) ↓
Лівія 2011	1790,7 (3509,6) ↑	5387,8 (1387,8) ↓	3230,5 (3063,7) ↓	8603,7 (2419) ↓	5612,7 (2895,8) ↓
Сербія 1999	454,5 (438,4) ↓	311,4 (234,1) ↓	1930,9 (658,8) ↓	511,2 (286,4) ↓	733,7 (448,8) ↓
Таджикистан 1992-1993	46 (90) ↑	97,5 (71) ↓	357 (138,5) ↓	313 (151,2) ↓	322,3 (283,4) ↓
Алжир 1991-2002	258 (304) ↑	681,7 (623,8) ↓	1334,5 (766,7) ↓	551,4 (786,4) ↑	591,9 (490,9) ↓
Чад 2005-2010	106,7 (183,1) ↑	124,3 (150) ↑	141,2 (203,2) ↑	230,6 (370) ↑	145,8 (175,9) ↑
Ірак 2003	160,4 (112,5) ↓	151,4 (97,6) ↓	201,6 (421,8) ↑	586,2 (709,3) ↑	408,6 (704,3) ↑
Ємен 1994	62,9 (61,6) ↓	49 (50,6) ↑	341,1 (301,9) ↓	42,5 (43,1) ↑	129,8 (101,7) ↓
Грузія 2008	502,8 (750,5) ↑	752,8 (318,6) ↓	2228,7 (1995,8) ↓	830 (727,4) ↓	1693,7 (1196,9) ↓

Слід звернути увагу на розбіжності в оцінках ефекту збройних конфліктів у різних дослідженнях. Так, наприклад, щорічний ефект впливу від конфлікту в Нікарагуа у дослідженні *E.Fitzgerald* – 15,4%, відрізняються від показників, обрахованих в дослідженні *F.Stewart, C.Huang, M.Wang* – 0,8% та *H.Lopez* – 90%¹¹⁵. Така невідповідність виникла через те, що за порівняльну базу були взяті різні періоди. Так, у першому випадку оцінка проводилася на порівнянні ВВП наприкінці конфлікту з відповідним показником 1980р. У другому випадку – з 1995р., а в третьому – з 2000р.

¹¹⁵ Fitzgerald E. An Evaluation of the Economic Costs to Nicaragua of U.S. Aggression: 1980-1984 // The political economy of revolutionary Nicaragua. – Boston, Mass.: Allen & Unwin, 1987, 195-213pp.

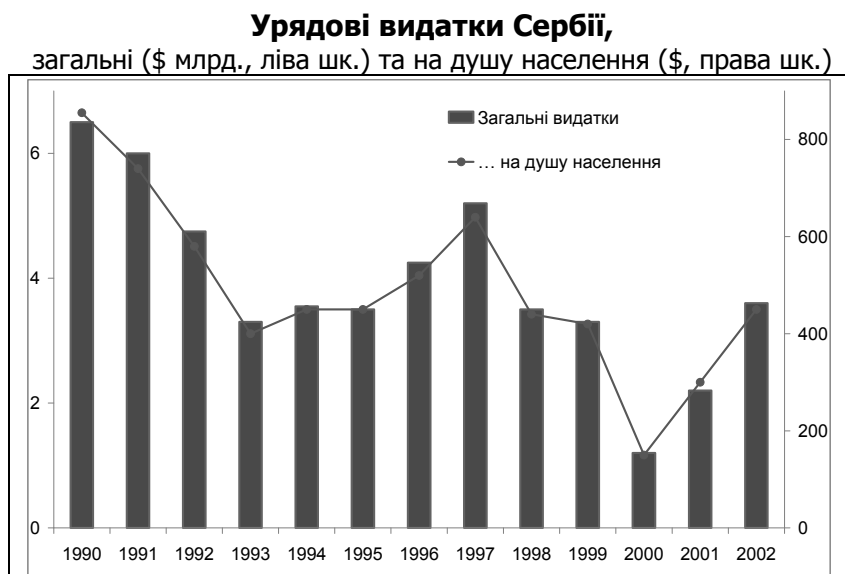
Stewart F., Huang C., Wang M. Internal Wars: An Empirical Overview of the Economic and Social Consequences. // War and Underdevelopment 2000, The Economic and Social Consequences of Conflict. – <http://www.oxfordscholarship.com/view/>.

Lopez H. 2001. The cost of armed conflict in Central America. // World Bank, 2001.

Більш логічним підходом вбачається порівняння показників за рік до конфлікту та в рік завершення конфлікту у показниках ВВП в розрахунку на душу населення. Такий аналіз дозволяє враховувати демографічний чинник та більш точно відобразити вплив протистояння на національну економіку.

Аналіз п'яти додаткових макроекономічних показників по 14 конфліктам 1990-2012рр. демонструє схожі тенденції (таблиця «*Зміна деяких макропоказників до та після збройних конфліктів*»¹¹⁶). На цьому тлі значно відрізняється конфлікт в Чаді. Це обумовлено тим, що після битви за Нджамену у 2008р. війна стала позиційною без використання авіації та важкої техніки. Локалізація бойових зіткнень в районі чадсько-суданського кордону дозволила економіці Чаду адаптуватися та продемонструвати ріст. Ця модель може бути застосована до України при дослідженні подальшої поведінки її економіки. За умови відсутності подальших різких змін на фронті, збереження бойових дій виключно на лінії зіткнення, існують всі підстави прогнозувати економічне зростання, що буде прискорюватися внаслідок адаптації бізнесу та економіки до ситуації в зоні конфлікту (АТО).

Видатки уряду. Майже у всіх проаналізованих випадках (78%) збройні конфлікти призводили до зростання показника видатків уряду на душу населення. Це обумовлено тим, що з початком збройного протистояння збільшуються видатки на безпеку та оборону, а також на ремонт та відбудову інфраструктури, що руйнується внаслідок бойових дій.



Порівняльний аналіз демонструє наявність виключень, як, наприклад, Сербії, де показник протягом конфлікту знизився через скорочення населення на 0,3 млн. жителів та всеохоплюючі міжнародні санкції, що були введені у 1991р. та зняті у 2001р. Але після операції НАТО 1999р. видатки уряду зросли більше, ніж вдвічі. Тож конфлікт в Сербії все ж таки призвів до зростання урядових видатків, але після відміни санкцій (діаграма «*Урядові видатки Сербії*»).

¹¹⁶ Кушнір И. Мировая экономика 1970-2014. – <http://www.be5.biz/makroekonomika/ebook.html>.

Аналогічну картину можна спостерігати на прикладі Іраку, де всеохоплюючі міжнародні санкції були введені у 1990р. та зняті у 2003р. Сербія та Ірак – єдині країни, що демонструють зниження урядових видатків під час конфлікту. Такий ефект спрацьовує лише у випадку введення всеохоплюючих санкцій та не діє у випадку введення санкцій на поставку зброї, обмеження в'їзду чи у вигляді заморожування активів. Відповідно стримуючий ефект санкційного тиску на урядові видатки хоча й не викликає сумніву, обертається зростанням цього показнику одразу після відміни таких санкцій.

Внутрішні та зовнішні інвестиції. Збройний конфлікт впливає як на внутрішніх, так і на іноземних інвесторів. Залежно від інтенсивності конфлікту вони виводять капітал за кордон або переносять виробничі потужності в інші регіони країни. Чинник виводу капіталу залишається актуальним в обох сценаріях поведінки внутрішніх інвесторів як можливість збереження капіталу в умовах невпевненості та невизначеності майбутнього національного ринку. При цьому, чим більшою є вірогідність поширення зони бойових дій та/або зовнішньої агресії, тим більшим є страхування інвестиційного капіталу за кордоном.

Внутрішні інвестиції є одним з найчутливіших показників до збройних конфліктів. Початок збройних сутичок здійснює негативний вплив одразу, як на фінансові, так і на реальні інвестиції. Це пов'язано з тим, що фондові ринки та ринки цінних паперів в країні конфлікту миттєво реагують на конфлікт, а вкладання коштів в капітальне будівництво призупиняється через високі ризики, особливо у випадку знаходження об'єктів таких інвестицій в зоні бойових дій. Разом з тим інвестори утримуються від вкладання коштів у розвиток виробництва через невпевненість у майбутньому.

Зростання показників внутрішніх інвестицій в Сьєрра-Леоне (таблиця вище *«Зміна деяких макропоказників...»*) обумовлено довготривалістю конфлікту, що дозволило економіці адаптуватися до нього. У цій країні, рівень внутрішніх інвестицій у перший рік конфлікту знизився з \$24,3 до \$18,9 на душу населення. В подальшому цей показник характеризувався високою волатильністю, досягаючи піку у \$32,6 у 1996р. та падаючи до історичного мінімуму у \$7,8 у 1999р. Значні та часті коливання, скоріш за все, обумовлені частою зміною оперативної та політичної обстановки, інтенсивності бойових дій, змінами політичного керівництва країни.

У Чаді територіальна концентрація бойових дій не зачіпала базових регіонів інвестування та економічної активності. В єменському ж конфлікті об'єднання Північного та Південного Ємену з ліквідацією соціалістичного укладу економіки на півдні дозволило надати сильний поштовх розвитку економіки об'єднаної країни. Перехід до капіталістичної форми суспільного ладу мав настільки сильний ефект, що громадянська війна (квітень-липень 1994р.) не змогла суттєво позначитися на обсягах внутрішніх інвестицій. Політичні зміни, що відбулися після придушення «Півдня» у III-IV кв. 1994р., ліквідація соціалістичної партії дозволили розширити доступ до інвестиційних проектів та об'єктів. Саме це пояснює відмінність єменського кейсу від загальної тенденції скорочення рівня внутрішніх інвестицій в результаті збройних конфліктів.

Згідно з результатами дослідження впливу бойових дій на інвестиції¹¹⁷, втрати 1000 осіб під час конфлікту призводить до зниження інвестицій у наступному році на 0,0001%. Аналіз вибірки з 14 конфліктів в період 1990-2012рр., що приводиться в цьому матеріалі, свідчить про значно більший вплив збройного протистояння на інвестиційні показники. Так, в Малі падіння внутрішніх інвестицій становило на наступний рік після завершення конфлікту 11%, у Таджикистані – 27,1%, у Грузії – 57,6%. Такі розбіжності у результатах з дослідженням конфліктів в Південній Америці у 1950-2000рр. можуть бути обумовлені наступними чинниками:

- стан розвитку місцевої інфраструктури та об'єктів для капітальних інвестицій, їх локація;
- розвиток засобів ураження, що впливає на кількість втрат;
- регіональні відмінності національних економік та обсяги їх експортних та індустриальних потужностей, які впливають на інвестиційну привабливість;
- стан та розвиток фондового ринку та ринку цінних паперів.

Втім наведені приклади доводять прямий зв'язок між збройним конфліктом та зниженням внутрішніх інвестицій. Збільшення негативного впливу на обсяги внутрішніх інвестицій відбувається внаслідок окупації чи захоплення певної території, що розриває економічні та інвестиційні зв'язки між територіями в рамках однієї держави та відбивається на національній статистиці. Особливо це помітно у випадках, коли безпосередній інвестор опиняється в зоні окупації чи конфлікту та змушений припинити інвестиційну діяльність або змінити її географію. Водночас, у випадку, коли інвестор залишається на підконтрольній уряду території, негативний ефект значно знижується, оскільки відбувається зміна об'єктів чи географії інвестування всередині країни та кошти продовжують враховуватися в національній статистиці внутрішніх інвестицій.

Від поведінки внутрішніх інвесторів радикально відрізняється поведінка зовнішніх, а відповідно й реакції показника прямих іноземних інвестицій (ПІІ). У своїх висновках *M.Hicks* доводить, що міждержавні конфлікти та війни призводять до зниження обсягів інвестицій, що двічі перевищують аналогічний ефект від громадянського конфлікту. Втім, аналіз свідчить про те, що у деяких випадках збройне протистояння не призводить до згортання інвестицій. На підставі аналізу можна зробити висновок про те, що, як правило, скорочення притоку ПІІ відбувається на наступний рік після конфлікту. Саме у перший рік протистояння відбувається оцінка майбутніх перспектив ринку, активності сторін, безпеки функціонування бізнесу, можливостей фізичного забезпечення його захисту.

Внутрішній та зовнішні конфлікти завжди мають ризик перекидання на сусідні країни. Навіть якщо громадянська війна є виключно результатом внутрішніх процесів, національні інвестори можуть боятися того, що війна пошириться на сусідів. В результаті часто інвестори вдаються до виведення своїх інвестицій як з країни, де ведеться війна, так і з сусідніх держав.

¹¹⁷ Hicks M., etc. Warfare, Civil Conflict and the Spatial Impacts on Domestic Investment: Evidence from South America, 1950-2000. – <https://ideas.repec.org/p/bsu/wpaper/200801.html>.

У дослідженні *J.Murdoch, T.Sandler* (2002)¹¹⁸ автори приходять до висновку, що громадянські війни створюють значний негативний вплив на короткостроковий ріст, як в країні війни, так і в сусідніх країнах. Цей вплив дуже значний та в найбільших конфліктах з точки зору кількості жертв, скорочення інвестицій становить біля однієї третини від обсягів інвестиції протягом всього конфлікту.

Такі висновки корелюють з дослідженням *Q.Li*, який довів¹¹⁹, що громадянські війни впливають як на вірогідність притоку прямих іноземних інвестицій, так і на їх розміри. Втім, міждержавні конфлікти, навпаки, впливають лише на ймовірність, але не на обсяги прямих іноземних інвестицій. Водночас, тероризм не впливає ані на ймовірність, ані на їх обсяги.

При дослідженні впливу оборонних видатків у довгостроковій перспективі *S.Gupta* зазначав¹²⁰, що ресурсна мобілізація внаслідок оборонних видатків робить внутрішні та іноземні інвестиції більш привабливими. Такий висновок не є дотичним до оборонних видатків, що спрямовуються на агресію.

Існує два сценарії, що не включають в себе руйнаційний ефект від конфлікту, в яких рівень інвестицій в країнах, що знаходиться в конфлікті буде зменшуватись. У першому з них це відбувається на тлі скорочення державних прибутків. Поки громадяни інтерпретують конфлікт як тимчасовий, вони будуть витрачати кошти у споживчих цілях, знижуючи рівень капіталу, який може бути спрямовано у інвестиції. У другому випадку приватні інвестори побоюються ризику погіршення ситуації у сфері безпеки та переключаються на інші привабливі можливості, що пропонують більший рівень безпеки.

В будь-якому випадку можна стверджувати, що локальні конфлікти можуть мати обмежений вплив на наявність інвестицій у випадках, коли:

- інвестор здатний фізично захистити їх на території конфлікту;
- інвестиції спрямовуються на територію, на яку не поширюється збройний конфлікт та існує здатність їх фізичного захисту у випадку розширення зони конфлікту;
- на тлі збройного конфлікту відбуваються позитивні зміни в інвестиційному кліматі (наприклад, влада стає лояльною або впустила західних інвесторів, проводяться реформи, повалений диктаторський або корупційний режим тощо). На прикладі України бачимо, що незважаючи на скорочення інвестицій у 2014р. (послідовне скорочення відбувалося з 2012р.), у 2015р. було продемонстровано зростання показника ПІІ з \$0,85 млрд. до \$3,05 млрд.

¹¹⁸ Murdoch J., Sandler T. Economic Growth, Civil Wars, and Spatial Spillovers. // Journal of Conflict Resolution, 2002. –

<http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/spillovers.pdf>.

¹¹⁹ Li Q. Political violence and foreign direct investment. –

http://people.tamu.edu/~quanli/papers/Elsevier_2006.pdf.

¹²⁰ Gupta S., etc. Fiscal consequences of armed conflict and terrorism in low- and middle-income countries. // European Journal of Political Economy. – <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02142.pdf>.

Національна валюта. Збройні конфлікти позначаються на курсі національної валюти. В усіх проаналізованих кейсах, окрім Чаду. В більшості випадків знецінення національної валюти було значним. Так, зокрема, в Сьєра-Леоне (92,8%), Алжирі (92,3%), Сербії (83,7%), Руанді (76,9%), Бурунді (77,6%), Ємені (70%) були найвищі показники девальвації національної валюти в перший рік конфлікту. Найнижчі показники в Малі (7,6%), Лівії (11,9%), Грузії (10,8%) а також в ДРК (13,2%). Україна у перший рік конфлікту продемонструвала девальвацію на рівні 63,4%, що є нижчим показником за п'ятірку країн-лідерів падіння курсу національної валюти.

Девальваційний ефект від збройного конфлікту обумовлений комплексом причин, що розглядаються в цьому матеріалі: руйнацією інфраструктури, скороченням обсягів експорту, прямих іноземних інвестицій, відтоком капіталу, включаючи банківський, що призводить до дефіциту на ринку валюти, а також у випадках міждержавних конфліктів торговими блоками чи розривом торговельно-економічних зв'язків.

Таким чином, девальвація національної валюти є одним з постійних наслідків збройних конфліктів незалежно від наявності ефекту для всіх інших макроекономічних показників, що аналізуються в матеріалі. При цьому в більшості випадків девальвація обмежується періодом 1-3 роки після завершення конфлікту. Виключенням є кейси, коли збройний конфлікт призводить до значної руйнації інфраструктури, втрати частини території зі стійкими господарськими зв'язками або значними жертвами. Кейс України є саме прикладом комплексного впливу чинників, що притаманні міждержавному конфлікту: окупація частини території, втрата експортних ринків сусідньої країни, відтік капіталу. Як свідчить проведений аналіз, чим вразливішими є наслідки конфлікту для системи економіки держави, тим довше у часі буде продовжуватись девальвація національної грошової одиниці.

Відповідно можна зробити висновок про те, що вплив збройного конфлікту на девальвацію національної валюти країни конфлікту залежить від того, наскільки такий конфлікт є руйнівним для системи економіки держави, як швидко його наслідки можуть бути подолані або компенсовані, наприклад, за рахунок інших ринків.

Показники зовнішнього боргу. Результати аналізу вказують на вплив військового конфлікту на показник зовнішнього боргу. Цей вплив обумовлений відтоком іноземного капіталу з країни, на території якої ведуться бойові дії через інвестиційні ризики, а також необхідністю запозичень, що спрямовуються як на оборонні видатки, так і на відновлення інфраструктури після бойових дій. Окрім відтоку іноземного капіталу, збройний конфлікт негативно впливає на готовність іноземного капіталу до інвестицій.

Аналіз доводить, що у перший рік конфлікту спостерігається збільшення зовнішнього суверенного боргу (таблиця «*Зміна зовнішнього боргу внаслідок збройного конфлікту*»¹²¹). Втім, у подальшому цей показник веде себе різноспрямовано та, скоріш за все, визначається впливом

¹²¹ Сформовано автором за даними МВФ.

конфлікту на економіку, обсягом інвестицій та зовнішньої допомоги державі, що постраждала внаслідок конфлікту, а також тривалістю конфлікту та інтенсивністю протистояння.

Окрім цього збройний конфлікт в багатьох випадках призводить до скорочення програм допомоги розвитку, що вимагає компенсації потреб за рахунок збільшення суверенних запозичень.

Зміна зовнішнього боргу внаслідок збройного конфлікту,
\$ млрд.

	Зовнішній борг до конфлікту	Зовнішній борг за рік з початку конфлікту
ДРК	302	344
Бурунді	114,7	123,4
Руанда	28,0	127,4
Гвінея-Бісау	362,9	504,5
Сьєрра-Леоне	176,6	229,6
Малі	23	25,6
Лівія	5,8	6,3
Сербія	60,01	176,9
Таджикістан	23,6	44,3
Алжир	46,9	65,5
Чад	28,9	28,3
Ірак	62,2	120
Ємен	12	40
Грузія	29	61
Україна	100	137

Видатки домогосподарств. Аналіз свідчить про те, що збройні конфлікти майже у 80% розглянутих кейсів призводять до скорочення видатків домогосподарств. Цей показник тісно пов'язаний з трендом скорочення споживчих видатків внаслідок таких конфліктів.

Ключовими чинниками таких змін є:

- скорочення кількості домогосподарств, як через руйнацію об'єктів інфраструктури, так і через біженців та внутрішньо переміщених осіб, які або виїжджають з країни, або розселяються таким чином, що не створюють нових домогосподарств (наприклад, в таборах біженців чи у родичів). Також скорочення видатків домогосподарств може бути наслідком скорочення робочих місць, як через руйнацію бізнес-інфраструктури, так і через відтік інвестицій. Бойові дії призводять до скорочення кількості домогосподарств, а відповідно й рівня споживання. Споживчі видатки формуються за рахунок видатків домогосподарств на поточне споживання, видатків на товари тривалого споживання та видатків на послуги. За результатами аналізу можна стверджувати, що під час збройних конфліктів скорочення споживчих видатків призводить до скорочення видатків домогосподарств на поточне споживання та послуги. В залежності від інтенсивності конфлікту, території охоплення, загального рівня заможності населення та етнічної специфіки може відрізнятися вплив конфлікту на видатки на товари тривалого споживання. Чим бідніше суспільство, тим більший вплив конфлікту на скорочення таких видатків. Водночас, в деяких випадках, як наприклад, Україні, особи, які залишили територію

непідконтрольну Україні, з огляду на ризики та потреби, збільшили видатки на такі товари. Враховуючи негативний вплив збройного конфлікту на інфляційні показники та національну валюту, він може також сприяти тимчасовому збільшенню видатків на товари тривалого споживання як засіб секьюритізації збережень в умовах високих ризиків;

- в більшості випадків, особливо в бідних країнах, збройні конфлікти призводять до скорочення цього макропоказника. Так, збройний конфлікт у Таджикистані у 1992-1993рр. призвів не лише до скорочення видатків домогосподарств, але й до скорочення споживчих видатків з \$346 на душу населення до \$145 (-51,8%). Незважаючи на те, що тенденція скорочення цього показника спостерігалася в Таджикистані з 1991р., аналіз інших країн доводить, що взаємозв'язок між збройним конфліктом та скороченням споживчих видатків існує. Наприклад конфлікт в ДРК призвів до падіння рівня споживчих видатків з \$200 на душу населення у 1997р. до \$61,8 відповідно у 1999р. (-69,1%). Слід також зауважити, що у багатьох випадках скорочення споживчих видатків було одним з чинників початку збройних конфліктів, а отже передувало конфлікту. Таким чином, можна зробити висновок, що незважаючи на те, чи передує скорочення споживчих видатків конфлікту, чи є його наслідком, цей показник супроводжує збройне протистояння.

Експорт. У більшості проаналізованих випадків збройні конфлікти позначилися на зниженні експорту. Це пов'язано з руйнацією експортних потужностей, транскордонним обмеженням переміщення товарів (у міждержавних конфліктах), торговельною блокадою, а також з введеними санкціями. Втім, на тлі загального тренду можна побачити атипічну ситуацію з експортними показниками в конфлікті в Малі, що пов'язано з тим, що експортні потужності країни знаходились на значній відстані від зони бойових дій (на півдні держави), а сама зона конфлікту була вільною від значної інфраструктури.

Аналіз експортних показників у довготривалих збройних конфліктах свідчить про те, що негативний ефект є актуальним для сировинних економік лише протягом перших 2 років. Після цього відбувається адаптація експортних секторів з відновленням тренду зростання. Характерним прикладом є Алжир, де з початком збройного конфлікту за результатами першого року експорт скоротився на 11,8%, другого – 16,7%, після чого був продемонстрований ріст. Протягом подальших років динаміка змінювалася відповідно до обстановки на родовищах: від -20,5% у 1998р. до 56,4% 2000р.

Аналогічну картину можна спостерігати на прикладі Другої громадянської війни в Чаді, де спалахи бойових дій в зоні експортних потужностей у 2007р. та 2009р. впливали на експортні показники – падіння на 4,1% та 12,8%, відповідно.

Таким чином, збройні конфлікти не мають негативного впливу на експортні показники лише у випадках:

- коли бойові зіткнення відбуваються на значному віддаленні від зони концентрації експортних потужностей;
- коли збройний конфлікт триває довгий час та експортні потужності мають можливість до адаптації роботи в умовах війни.

Ці висновки характерні і для Іраку. Зростання показника експорту в розрахунку на душу населення обумовлено зростанням цін на нафту після початку вторгнення коаліційних військ. Втім, якщо оцінювати обсяги експорту за 2003р. у постійних цінах 1970р., буде очевидним скорочення експорту на 11,8%. Це означає, що збільшення показників експорту у даному випадку було зумовлено зростанням цін на енергоносії з початком операції коаліційних сил в Іраку.

Імпорт. У 71% розглянутих під час аналізу конфліктах існує кореляція між збройним протистоянням та зниженням показників імпорту. Скорочення імпорту у більшості випадків зумовлено падінням споживчого попиту, зниженням купівельної спроможності населення. Девальвація національної валюти, що зазвичай супроводжує збройний конфлікт, призводить до інфляційного стрибка, в першу чергу, товарів іноземного походження. Таким чином, зниження купівельної спроможності населення, видатків домогосподарств, споживчого попиту на тлі зростання цін на імпортовані товари призводить до скорочення імпорту, що було відчутно у 2015р. в Україні. Як правило, населення, що орієнтоване на споживання імпортованої продукції – це представники середнього класу та заможних верств населення, які найбільш чутливі до збройних конфліктів. Саме вони є одними з перших, хто залишає зону бойових дій, переїжджаючи в інші регіони (Донбас) або емігрують до інших держав (Сирія, Лівія). Таким чином, виїзд середнього класу, як споживача імпортованої продукції з країни конфлікту також сприяє зниженню попиту на імпортовані товари та послуги.

Циклічний ефект конфлікту. У більшості випадків, що впливають зі світового досвіду, бідність сприяє виникненню конфліктів. Вона є мотивацією для багатьох людей приймати активну участь у бойових діях та використовувати збройний конфлікт як засіб заробітку коштів. Збройний конфлікт внаслідок руйнації інфраструктури, жертв серед військовослужбовців та мирного населення (втрата годувальників), появи біженців та внутрішньо переміщених осіб сприяє зростанню бідності. Таким чином, існує певна циклічність у впливі бідності на виникнення конфлікту та зростання бідності внаслідок конфлікту.

Висновки. Динаміка макропоказників в Україні після 2014р. відповідає загальним трендам поведінки національної економіки в умовах реагування на збройний конфлікт.

Водночас, специфіка збройного конфлікту на території України, що має всі ознаки міждержавного конфлікту з використанням та підтримкою однією з держав збройних формувань на території іншої держави, дозволяє робити висновки про можливість збільшити Україною показники притоку прямих іноземних інвестицій. Ситуація з показниками експорту станом на 2016р. є атипічною, оскільки з другої половини 2016р. повинно спостерігатися зростання експорту.

Подолання впливу збройного конфлікту може бути досягнуто шляхом реформ в секторі економіки з покращенням інвестиційного клімату та рівня захисту інвестицій та прав власності. Уряду слід звернути увагу на ризики пост-конфліктного торговельного дисбалансу: коли імпорт демонструє зростання, а експорт – падіння (випадок Сьєрра-Леоне, Руанди), що продемонструвала Україна за результатами 2016р.

Банки з державним капіталом як інструмент прискорення економічного розвитку держави

Анатолій Дробязко,

провідний науковий співробітник відділу координації
бюджетно-податкової та грошово-кредитної політики,
ДННУ «Академія фінансового управління»

Олександр Любіч,

завідувач відділу координації
бюджетно-податкової та грошово-кредитної політики
ДННУ «Академія фінансового управління»

Андрій Свистун,

начальник відділу з питань участі держави у капіталізації банків
Департаменту фінансової політики Міністерства фінансів України

Постановка задачі. Якщо подивитися на філософію розвитку регуляторів фінансових ринків у різних країнах, то можна знайти багато національних відмінностей, пов'язаних з історичними особливостями розвитку країн. В Україні, у зв'язку зі збільшенням питомої ваги державних банків на ринку банківських послуг, виникли нові ризики і нові можливості розвитку банківського сегменту. Банківський сектор України з початку 1990-х років розвивався в основному за рахунок приватних інвестицій і в період 2005-2008рр. став основним шлюзом для перетоку в економіку країни прямих іноземних інвестицій. Але приватні інвестиції у банківському секторі України часто використовувалися реальними власниками для інсайдерського кредитування обігових коштів споріднених промислово-фінансових груп. Сформувалася проблема т.зв. кептивних банків. *З одного боку*, такі банки надавали можливість залучити довгостроковий капітал в економіку за рахунок короткострокових вкладень домогосподарств, *з іншого* – для вкладників формувалася ризик фінансової піраміди.

З настанням тривалої системної фінансової кризи, НБУ за 2014-2017рр. вивів з ринку 87 банків (за кількістю майже 50%, в основному банків з українським капіталом), з них: 14 – за порушення законодавства у сфері фінансового моніторингу; 7 – з-за реєстрації і роботи в зоні АТО (Крим, Донбас); 5 – за самостійним рішенням акціонерів банків; 6 – за непрозору структуру власності; 65 – через проблем із платоспроможністю та ліквідністю. Виведені з ринку банки в умовах фінансової кризи та збільшення недовіри домогосподарств та бізнесу фактично перетворили ринок на повальне банкрутство фінансових пірамід із завданням великих бюджетних збитків за страховими депозитами.

Крім того, бездіяльність Антимонопольного комітету на банківському ринку призвела до концентрації протягом останніх 10 років ризиків у «Приватбанку», фактичної фінансової бульбашки, яка сконцентрувала в своїх руках контроль над третинною депозитного ринку, а в деяких регіонах до двох третин. Втрата ліквідності цим банком загрожувала стабільності всієї фінансової системи країни. Водночас, зусилля регулятора по оздоровленню банківського сектора шляхом закриття банків, протягом останніх трьох років не виправляє ситуацію. Втрата

ресурсів у банках позичальниками призвела до ефекту «доміно» у обслуговуванні запозичених ресурсів. Невтішна статистика свідчить, що обсяг непрацюючих кредитів, станом на 1 січня 2017р., складав 276 млрд. грн., або 26,7% усього кредитного портфелю банківської системи України чи 11,6% ВВП країни. Влітку 2016р. сума проблемних кредитів складала 260 млрд. грн., або 23,5% портфелю по системі, а у 2015р. – взагалі лише 8%. Тобто наразі динаміка вимальовується вкрай незадовільна.¹²²

Структура банківської системи. Програма очищення банківської системи від неплатоспроможних банків, що була проведена Національним банком України у 2014-2016рр., суттєво змінила структуру ринку банківських послуг, якщо кластеризувати банки за походженням капіталу. Як вказувалось, регулятор вивів з ринку 87 неплатоспроможних банків, в основному з національним капіталом, що мали ліцензію. Крім того, регулятор встановив нові вимоги до капіталу для нових банків, що реєструються, як за обсягом (500 млн. грн.), так і за прозорістю власності, які необхідні для входу на ринок, що фактично перекрило доступ на ринок для нових гравців. Також регулятором були введені нові правила при розрахунку резервів, відповідно до вимог 9 стандарту «Міжнародних Стандартів обліку операцій на фінансових ринках». За рахунок таких заходів НБУ принципово вплинув на розвиток банківського бізнесу. Останній акорд – націоналізація «Приватбанку» корінним чином змінила структуру банківської системи другого рівня. До рук Міністерства фінансів перейшли важелі і інструменти управління фінансовими ринками, яких ніколи не мав НБУ у попередні роки.

Станом на 1 січня 2017р. у структурі банківської системи банки з державним капіталом контролюють портфелі:

- 59,4% коштів фізичних осіб;
- 46,3% коштів юридичних осіб;
- 52,5% активів банківської системи;
- 48,1% кредитів юридичним особам;
- 76,6% цінних паперів Уряду;
- 48,9% ліквідності в ВКВ і гривні (готівка, коррахунки в інших банках та НБУ);
- 74% всіх платіжних карток;
- 77% торгових терміналів;
- 60% мережі відділень державних банків.

За два роки глибокої фінансової кризи на ринках банківських операцій, що стискаються, банки із західним капіталом втрачали свою питому вагу за рахунок скорочення обсягів операцій, а також за рахунок продажу материнськими структурами своїх українських «дочок». Приватні ж банки з національним капіталом втрачали питому вагу тому, що вилучалися регулятором з ринку, а також за рахунок націоналізації «Приватбанку». Банки з російським капіталом збільшили свою питому вагу за рахунок того, що їх активи були розміщені в основному у валютних коштах, а не за рахунок збільшення обсягів операцій, а також за рахунок того, що власники «Альфа-банку» викупили «Укрсоцбанк», що належав італійській банківській структурі. Банки за участю держави збільшували питому вагу на ринку як за рахунок розміщення нових ресурсів, які були отримані

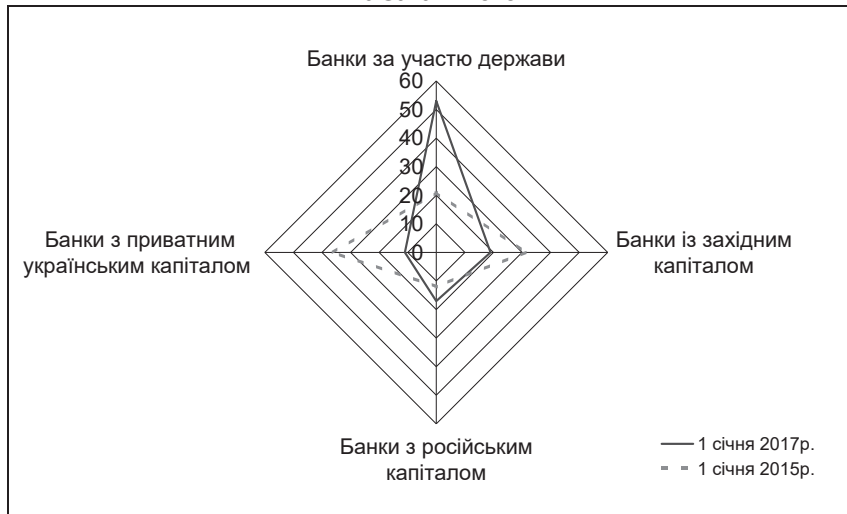
¹²² Фінансовий портал «FinPost». – <http://finpost.com.ua/news/2557>.

в т.ч. за рахунок збільшення статутних капіталів, так і за рахунок націоналізації найбільшого приватного банку.

На сьогодні історично склалося, що банківський ринок контролює фактично два регулятора, причому Міністерство фінансів має на банківський ринок прямий ресурсний і адміністративний вплив (діаграма «Зміни у розподілі питомої ваги активів банківської системи...»¹²³). Ця ситуація має тимчасовий характер, за Стратегією сталого розвитку «Україна-2020» державні банки повинні продати частину акцій іноземному інвестору.

**Зміни у розподілі питомої ваги активів банківської системи
у структурі за походженням капіталу,**

% загального



Тим не менше, до Міністерства фінансів, що формує керівний склад Наглядових рад, а через них менеджмент державних банків, перейшли основні важелі управління як тарифною, так і процентною політикою на банківському ринку. Але цей чинник може мати позитивні наслідки у разі проведення банками з державним капіталом узгоджених дій. Це принципово нова ситуація на ринку, яка потребує переосмислення і нових управлінських рішень.

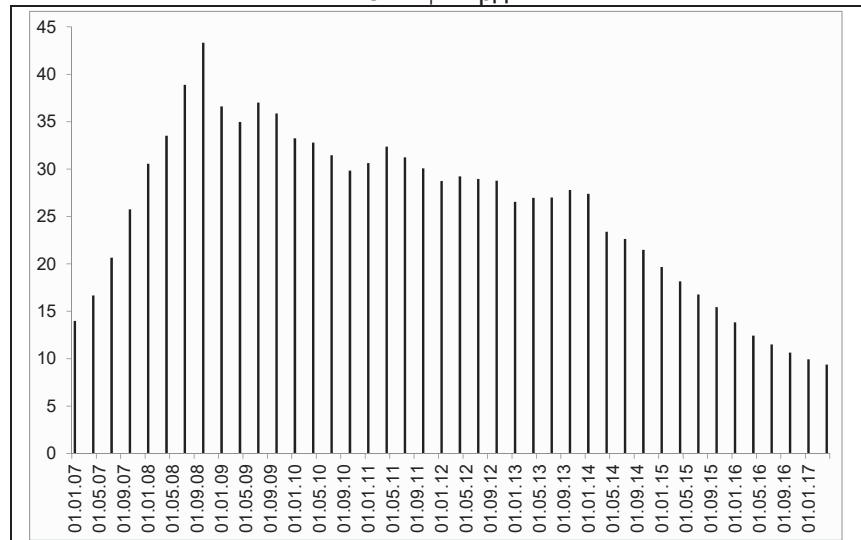
Контролюючи майже 60% сегменту депозитів фізичних осіб, Міністерство фінансів має можливість гармонізувати відсоткові ставки основних ресурсних ринків: облігацій внутрішньої державної позики з обліковою ставкою НБУ та ринковими депозитними ставками як для фізичних, так і юридичних осіб. Якщо політика таргетування інфляції, що задекларована НБУ, матиме своє відображення у динаміці облікової ставки, то процентна ставка українського ринку банківських кредитів може досить швидко наблизитись до показників історичного мінімуму, зону спротиву яких ніколи не вдавалося пройти НБУ як регулятору самостійно. Але є ризик.

Вільна ліквідність банків, що знаходиться у розміщених на депозитних сертифікатах НБУ, може спрямуватись на валютний ринок і створити додатковий тиск на обмінний курс національної валюти. Хоча заборгованість банків перед нерезидентами зменшилась за останні роки

¹²³ Розрахунки авторів за даними офіційного сайту НБУ. – www.bank.gov.ua.

з рівня \$40 млрд. до \$10 млрд., у порівнянні з обсягом валютних резервів НБУ це є значна сума. Аналізуючи тенденції, здається парадоксальним, але банківський сектор за період кризи 2008-2016рр. зменшив свої заборгованості перед нерезидентами більше, ніж на \$30 млрд. (діаграма «Кошти нерезидентів, що обліковуються в балансах банків»¹²⁴).

Кошти нерезидентів, що обліковуються в балансах банків,
екв. \$ млрд.



Сконцентрувавши у власних руках монополію на ринку карткових продуктів та проведення розрахунків по карткам, Міністерство фінансів через свої банки має можливість змінити парадигму тарифної політики роботи з готівкою та безготівковими розрахунками у народному господарстві. Так, зараз населенню, згідно з діючими тарифами, вигідніше розраховуватися за комунальні послуги готівкою. Потрібна узгоджена продумана політика з метою зміни тарифів таким чином, щоб платежі для населення з карткових рахунків стали дешевшими, ніж готівкою. Це є логічним, якщо поррахувати витрати на інкасацію, утримання касових підрозділів банків, ризики роботи з готівкою. Це інструмент, використання якого надасть державі можливість зробити суттєвий крок у напрямку збільшення безготівкових розрахунків і таким чином позитивно вплинути на структуру грошової маси та контролю за її обігом. Вирішення цієї задачі завжди було поза можливостями НБУ як регулятора.

Ще один позитивний момент від націоналізації «Приватбанку» – те, що з ринку пішов один з найбільших гравців, що мав досвід отримання прибутків при використанні «гойдалок» обмінного курсу гривні. В т.ч. завдяки цьому чиннику, динаміка валютного курсу у 2017р. є більш прогнозованою. Гравців, які можуть зважитись на «заробітки» спекулятивними операціями, можна знайти хіба що серед російських банків, які й так знаходяться у не найкращому фінансовому стані.

Практика виведення банків з ринку показала, що Фонд гарантування вкладів фізичних осіб (ФГВФО) не є ефективним розпорядником активів банків, що знаходяться у ліквідаційній процедурі. По факту на сьогодні

¹²⁴ Розрахунки авторів за даними офіційного сайту НБУ. – www.bank.gov.ua.

відбувається очищення банківської системи не тільки від неплатоспроможних банків, а і очищення позичальників банків від своїх зобов'язань. За слабкої судової гілки влади ФГВФО виступає не справедливим рефері, який захищає інтереси кредиторів банківської системи, а інструментом перерозподілу активів, що були в кредитних заставах банків. Політика НБУ з «очищення» банківської системи у 2016р. проявила всі ознаки невдалої інституційної спроможності. З 435 млрд.грн. активів, які є у розпорядженні ФГВФО від банків, що перейшли під його управління, за 2016р. отримано доходів: по процентам від діючих кредитів – 3,2 млрд. грн., продано активів на 3,1 млрд. грн., а від оренди майна отримано 0,1 млрд. грн. Ще 3,3 млрд. грн. сплатили банки внесків у Фонд¹²⁵. Цих коштів майже не вистачає на обслуговування відсотків за кредитами, що отримані від Міністерства фінансів та НБУ на виплату страхових депозитів фізичним особам та на утримання самого Фонду.

Але спостереження за процесом «виведення з ринку неплатоспроможних банків» поступово вказує на іншу тенденцію – готовність до «заробітків» колишніх реальних власників банків за рахунок банкрутства. Юридична процедура «банкрутства-ліквідації-пошуку нового власника» активу, що знаходиться під кредитною заставою, призводить до того, що «новим» власником стає через підставні фірми «старий», але уже без зобов'язань за попередніми кредитами. Великою проблемою є повернення навіть кредитів, що надавав НБУ на рефінансування банків попередніми роками. На сьогодні за відсутності банківського кредитування розпродаж активів за самими прозорими схемами стикається з відсутністю платоспроможного попиту на активи, і тому все частіше проводиться ідея дозволу «новим» власникам викупати активи, що знаходяться під управлінням Фонду за рахунок нових кредитних запозичень.

Результати діяльності. Банківська система за 2016р. показала рекордні 160 млрд. грн. збитків. Після того, як з ринку пішло 86 банків, ще 35 банків показали збитки за результатами роботи 2016р., з яких 135 млрд. грн. збитки «Приватбанку» – це плата за непрацююче антимонопольне законодавство і неналежну якість банківського нагляду. У 2017р. назріла проблема функціонування російських банків, збиткових у 2016р. Це плата банківської системи за дефолтами позичальників з Криму та Донбасу. Банківський бізнес на сьогодні втрачає як на звуженні ринку і на дефолтах позичальників, так і на втраті багатих клієнтів, які шукають інші ніші для своїх капіталів, наприклад, ринок нерухомості.

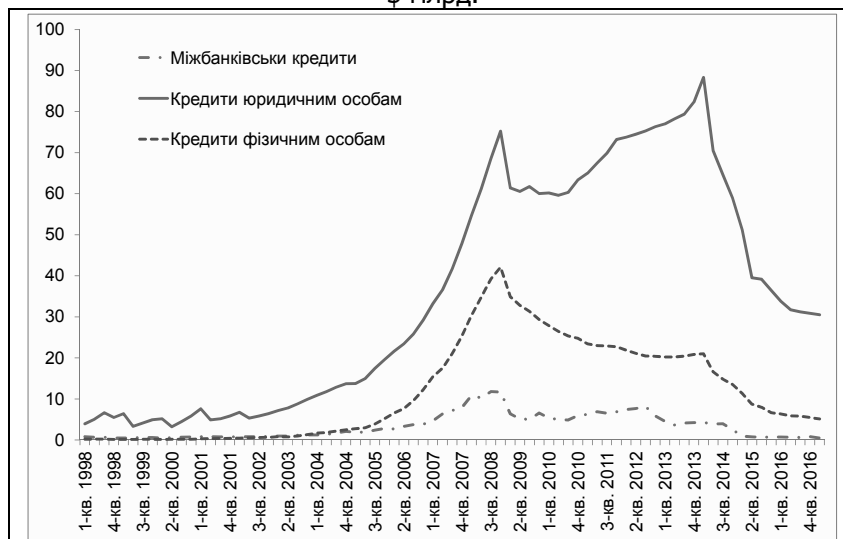
В економіці за 2016р. відбулося зростання ВВП на 1,5%-1,8%. Це зростання відбулося на тлі скорочення кредитування банками (діаграма «Обсяг кредитних портфель банків...»¹²⁶). Що є економічним парадоксом, а не нормальним економічним явищем і потребує додаткового дослідження. Таким чином, має місце небезпечна тенденція збільшення питомої ваги тіньового грошового обігу та втрати банківською системою контролю над грошовими потоками, що, відповідно, зменшує податкову базу для формування бюджету.

¹²⁵ Офіційний сайт Фонду гарантування вкладів фізичних осіб. – <http://www.fg.gov.ua/pres-relizy>.

¹²⁶ Розрахунки авторів за даними офіційного сайту НБУ. – www.bank.gov.ua.

Обсяг кредитних портфелів банків

(юридичні особи, фізичні особи, міжбанківські), що мають ліцензію НБУ, в перерахунку на долари США за офіційним курсом на дату складання балансу, \$ млрд.



Для подолання кризи від регулятора необхідні ініціативи інституційного розвитку банківської системи. Це стосується створення Фонду, який би очистив хоча б державні банки від негативно класифікованих активів, обсяг яких навіть за офіційною статистикою перевищує 30%. У 2014р. була зроблена значна законодавча робота по створенню такого банку на базі «Родовід-банка», який би взяв на себе частку негативно класифікованих активів хоча б державних банків. Але ця ініціатива не була втілена у життя.

Банківська система протягом 2016р. мала ліквідний ресурс для кредитування, але вкладала гроші у цінні папери Уряду та депозитні сертифікати НБУ. Так, на депозитних сертифікатах НБУ (безризикове кредитування регулятора) протягом року обліковувалося від 50 до 70 млрд. грн. ресурсів. Ці високоліквідні кошти в основному контролювали банки з іноземним та державним капіталом. Для стимуляції кредитної активності банків як з боку регулятора, так, в першу чергу, з боку судової системи необхідні рішучі кроки щодо захисту прав кредиторів та розвитку інституційної складової такого захисту, зокрема, налагодження повноцінної роботи Єдиного реєстру позичальників, так, як це працює у всіх найближчих сусідів.

Давно назріла необхідність створення Єдиного реєстру великих позичальників під орудою НБУ як інструменту нагляду, так і інструменту боротьби із шахрайством. В рамках такого реєстру позичальників необхідно створити запобіжники, щоб ті, хто не розраховувався за своїми попередніми боргами, завтра не з'явилися в ролі нових інвесторів.

Висока питома вага банків з державним капіталом на даному етапі розвитку країни надає державі можливість розставити пріоритети у розвитку і переорієнтувати кожний з банків у власну нішу. Один з них повинен бути націлений на інвестиційну діяльність, інший на програми з підтримки експортерів тощо. Зовсім не зайнята ніша з державної підтримки малого та середнього бізнесу. Це не є нормально, що чотири найбільші банки з державним капіталом конкурують між собою як

універсальні банківські установи. Що дійсно потрібно – для всіх банків необхідно зміцнити якість корпоративного управління, зробити наглядові органи незалежними від політичного впливу, а звітність банків більш транспарентною.

Висновки

1. У 2017р. історично склалося, що до Міністерства фінансів України перейшли регуляторні важелі банківською системою України, які можуть бути використані для подальшої конструктивної розбудови фінансової системи, гармонізації відсоткової та тарифної політики у частині відносин банків та домогосподарств.
2. Збільшення концентрації банківських активів під контролем держави надає нові можливості гармонізації процентних ставок як при залученнях коштів ОВДП до державного бюджету, так і в кредитному сегменті фінансового ринку, що може виступити стимулом у збільшенні кредитування при зменшенні ціни на кредитні ресурси. Це, своєю чергою, може позитивно позначитись на темпах зростання економіки.
3. Банківська система виходила з кожної кризи, в т.ч. за рахунок свого інституціонального розвитку. Разом зі зміною ставлення судової гілки влади до захисту прав кредиторів, банківська система повинна ввести в дію інститут Єдиного реєстру позичальників, який забезпечить додатковий контроль як над класифікацією кредитних ризиків, так і за збереженням інформації про шахрайство на цьому ринку.

Збільшення вимог до кредитної дисципліни позичальників також буде працювати на збільшення обсягів кредитування. Необхідно повернутися до створення фінансової компанії з управління негативно класифікованими активами або створення такої структури на базі Родовід-банку.
4. Не зважаючи на заперечення міжнародних фінансових донорів, необхідно розробляти державні програми кредитної та технічної підтримки національного товаровиробника. Потребують розвитку державні системи гарантій експортерам на базі існуючого державного банку (Укрексімбанк). Крім того, необхідно використовувати механізми субсидії процентних ставок в Україні (наприклад, для проектів енергоефективності).
5. Зважаючи на збитки, що отримав корпоративний бізнес у період «банкопаду», необхідні заходи щодо розвитку системи гарантій для кредитування малого та середнього бізнесу.

Платіжний баланс України та ціни на сировину

Сергій Кораблін,

заступник директора

ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України»

Україна: проблеми поточного рахунку. Платіжний баланс є своєрідним дзеркалом національної економіки. У вітчизняних реаліях він відображує низку проблем, що переслідують Україну упродовж майже всіх років її незалежності. Серед іншого, йдеться про вразливість поточного рахунку, дефіцит якого у 2006-2016рр. коливався в діапазоні 0,2-9,0% ВВП¹²⁷ і позбутися якого не допомогли ні прямі іноземні інвестиції, ні зовнішні боргові залучення, ні наочне покращання їх структури завдяки збільшенню частки приватних та довгострокових зобов'язань.

Якщо під час кризи 1998-1999рр. домінувала думка, що її можна б було уникнути за більш обачної бюджетної та боргової політики, то вже наступна валютно-фінансова криза (2008-2009рр.) певною мірою спростувала цей погляд. Зокрема, зазначеній кризі в Україні передували справжній бум надходжень іноземного капіталу, не лише у вигляді довгострокових боргових залучень, а й прямих інвестицій. Принципово, що ці потоки ініціювалися суто приватним бізнесом, як з боку іноземних кредиторів/інвесторів, так і українських їх партнерів. Тоді як держава залишалася майже нейтральною відносно регулювання цих процесів та власної участі в них.

Завдяки цьому, з I кв. 2005р. по III кв. 2008р. обсяг прямих іноземних інвестицій (ПІІ), вкладених в економіку України, збільшився на \$33,2 млрд., а її борг за довгостроковими кредитами – на \$51 млрд.¹²⁸ Причому весь приріст цього боргу було сформовано за рахунок приватних запозичень.

Така статистика яскраво дисонувала з подіями 1998-1999рр., коли осередком боргової кризи опинився державний бюджет та його короткострокові зобов'язання. Це надавало підстави пов'язувати фінансову кризу з короткостроковими державними запозиченнями, протиставляючи їм довгострокові приватні кредити та ПІІ. Однак, іноземний капітал не зміг запобігти жорстким валютно-фінансовим кризам ні у 2008-2009рр., ні у 2014-2016рр. Не був він спроможним забезпечити і стійкість поточного рахунку платіжного балансу, не говорячи вже про подолання його дефіциту протягом останніх 11 років.

Цей факт має принципове значення, оскільки стійке позитивне сальдо поточного рахунку зазвичай є індикатором та чинником економічного здоров'я країни. Про це, зокрема, свідчить перелік топ-5 економік світу,

¹²⁷ World Development Indicators. –

<http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=world-development-indicators>.

¹²⁸ Тут і далі джерело інформації щодо показників платіжного балансу України, її зовнішнього боргу та окремих складових – статистика НБУ: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?showHidden=1&art_id=65613&cat_id=44446.

що мають найбільше сальдо поточного рахунку. В 2015р. до їх складу входили: Китай (\$330,6 млрд.), Німеччина (\$280 млрд.), Японія (\$135,6 млрд.), Корея (\$105,9 млрд.), Швейцарія (\$77,4 млрд.).¹²⁹

В Україні ж негативне сальдо поточного рахунку не можна вважати безпечним хоча б тому, що воно час від часу опиняється в епіцентрі кризових потрясінь та вимагає невідкладної фінансової допомоги з боку міжнародних організацій на чолі з МВФ. У цьому відношенні варто згадати, що, починаючи з 2008р., Україна звернулася до 4 стабілізаційних програм МВФ. Причому за останні три роки було започатковано дві таких програми: *Stand-by* (2014р.) та *EFF* (2015р.). Попри це, дефіцит поточного рахунку в 2015-2016рр. збільшився з 0,3% до 3,6% ВВП і за останнім прогнозом МВФ може зрости поточного року до 3,7%.

Вирішальні чинники 2014-2017рр. Найважливішими чинниками економічної динаміки України наразі виступають бойові дії на території Донбасу та його часткова окупація разом із АР Крим. Війна у Донецькій та Луганській областях вже призвела до знищення значної частки їх господарського потенціалу з одночасним руйнуванням соціальної інфраструктури регіону та вимушеним переселенням мільйонів його жителів до більш безпечних областей країни.

Зазначені втрати спотворили і без того вразливу структуру української економіки та її платіжного балансу. Водночас вони поглибили економічні та валютно-фінансові проблеми, що існували в державі задовго до окупації АР Крим, загостривши необхідність їх системного та якнайшвидшого розв'язання.

Україна: макроекономічна «специфікація». Відповідно до загальних макроекономічних критеріїв українська економіка може бути кваліфікована як мала, відкрита, сировинна, енерговитратна та енергозалежна, зі спекулятивними суверенними рейтингами. Про це свідчить те, що:

- частка України у світовому ВВП знизилася до 0,12% (2015р.), що менш ніж у Анголи, Марокко, Екватору чи, навіть, Судану, питома вага яких у глобальному виробництві дорівнює 0,13-0,14%¹³⁰;
- співвідношення вітчизняного експорту та імпорту до ВВП стійко коливається навколо 50%;
- на світових ринках Україна найбільш успішно конкурує лише у сегменті сільськогосподарської продукції, чорних металів та найпростішої хімії. При цьому через війну та розрив традиційних зв'язків з країнами СНД наведена спеціалізація лише посилюється – частка відповідних виробництв у товарному експорті України сягнула у 2015р. майже 70%;

¹²⁹ Balance of Payments and International Investment Position Statistics. – <http://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-CA473CA1FD52&ss=1484148890404>.

¹³⁰ Розраховано за даними World Development Indicators. – <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=world-development-indicators>.

- Україна входить до вісімки країн світу з найменш ефективним використанням енергії при виробництві ВВП (за ПКС). Її відповідні показники у 2,3 рази нижче, ніж середньосвітові та у 3,5 рази – ніж в ЄС;
- частка енергоносіїв в товарному імпорті України звичайно становила 30-40% (2002-2013рр.);
- суверенні рейтинги країни є спекулятивними (*S&P's* – «B-», *Fitch* – «B-», *Moody's* – Caa3) і ніколи не мали інвестиційного рівня.

Рахунок поточних операцій та ціни на сировину. Якщо наведені особливості визначено коректно, тоді складові платіжного балансу України мають тісно корелювати зі зміною світових цін на сировину, яку вона експортує та імпортує. Звичайно, такий взаємозв'язок має явно прослідковуватися у динаміці поточного рахунку та окремих його складових, насамперед – у вартості товарного експорту та імпорту.

Експорт товарів. Аналіз динаміки українського експорту товарів свідчить, що його обсяги тісно пов'язані зі зміною світових цін на сталь, пшеницю, сонячну олію та азотні добрива. В принципі, до переліку зазначеної експортної продукції можна також додати залізну руду, кукурудзу, рапс та, наприклад, сою. Проте, враховуючи односпрямованість змін глобальних цін на сировину, навіть такий «стислий» набір продукції непогано апроксимує динаміку українського експорту товарів.

Про це, зокрема, свідчить діаграма «*Експорт товарів України та світових цін на її експортну сировину*», яка демонструє зміни обсягів експорту та індексу світових цін на сталь, пшеницю, сонячну олію та азотні добрива.¹³¹ Останній показник розраховано як унормований індекс відповідних цін, зважених на питому вагу кожної з цих чотирьох товарних груп у структурі українського експорту, за одиницю взято середній рівень цін у I кв. 2002р.¹³²

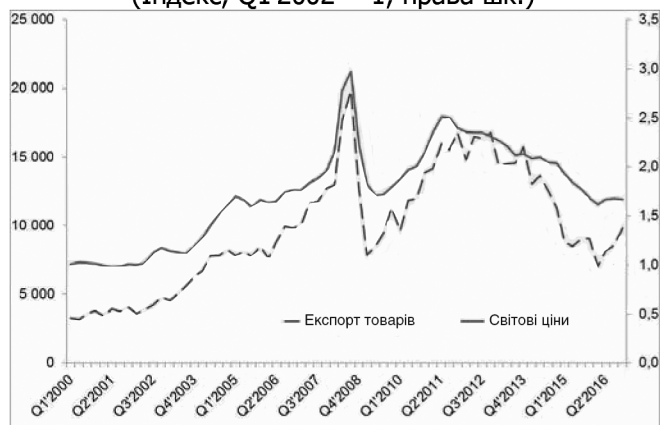
Тісна кореляція двох наведених показників цікава у тому сенсі, що фактично підтверджує залежність експортних надходжень України від зміни світових цін на (а) сировину, (б) у розрізі відповідних чотирьох товарних груп.

Для прикладних цілей більш зручним може бути аналіз відносних змін зазначених показників. У цьому відношенні діаграма «*Річні темпи приросту...*» ілюструє кількісний зв'язок між їх річними темпами приросту, розрахованими (тут і далі) у вимірі «квартал до відповідного кварталу попереднього року». Зокрема, він надає підстави для попередньої оцінки, згідно з яким зміна на 1 процентний пункт (п.п.) світових цін на сировину, що експортує Україна, призводить до зміни експорту її товарів на 1,2 п.п.

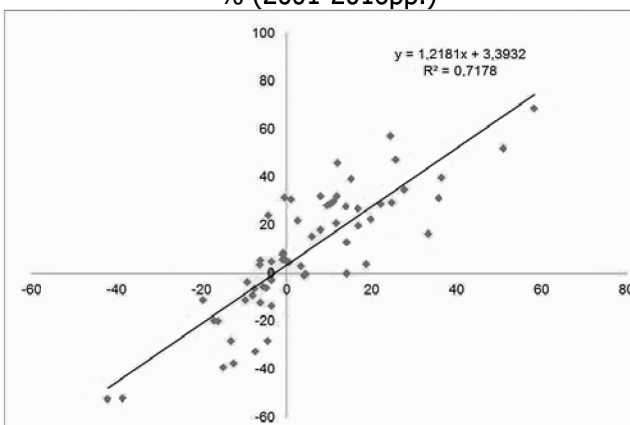
¹³¹ Джерела інформації щодо світових цін на сировину: Міжнародний валютний фонд – <http://www.imf.org/external/np/res/commmod/index.aspx>, Міністерство праці США – https://data.bls.gov/timeseries/wpu1017%26output_view=pct_12mths, портал Index Mundi – <http://www.indexmundi.com/COMMODITIES/>.

¹³² Тут і далі всі показники наведено у кварталному розрізі.

**Експорт товарів України (\$ млн.)
та світових цін
на її експортну сировину**
(Індекс, Q1'2002 = 1, права шк.)



**Річні темпи приросту товарного експорту
України та світових цін
на її експортну сировину,
% (2001-2016рр.)**

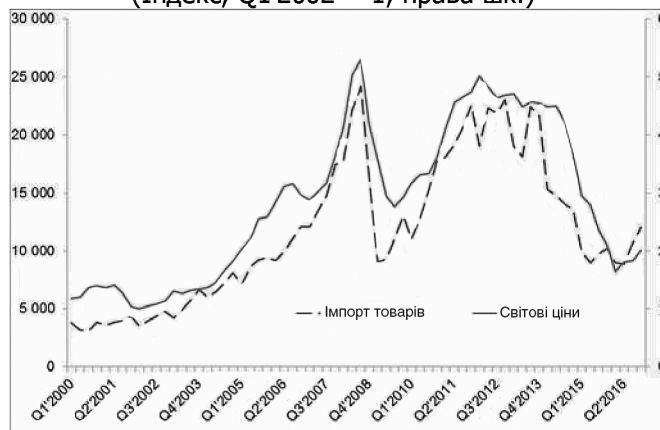


По горизонталі: зміна світових цін,
по вертикалі: зміна обсягу експорту

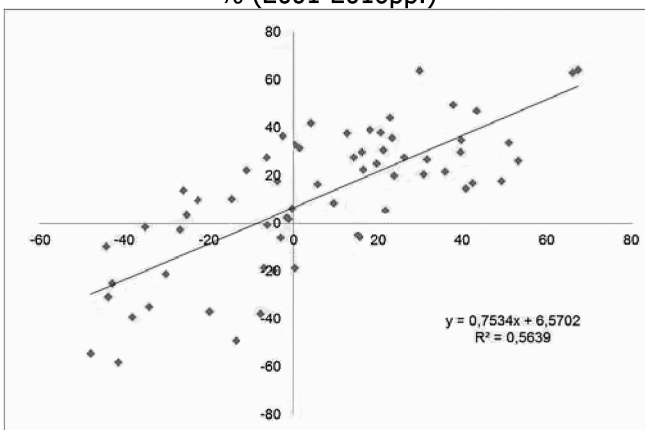
Імпорт товарів. Оскільки у товарному імпорті України традиційно домінують енергоносії (нафта, нафтопродукти та природний газ) логічно припустити, що його динаміка пов'язана зі зміною саме їх вартості. Про коректність такої гіпотези свідчить діаграма «Товарний імпорт України та світових цін на енергоносії, що вона імпортує».

На ній індекс світових цін на енергоносії, що імпортує Україна, розраховано як унормований показник рівня цін нафти марки *Brent* та природного газу, що виробляється Російською Федерацією, зважених в пропорції 50:50. Для цілей унормування за одиницю обрано середній рівень цін у I кв. 2002р.

**Товарний імпорт України (\$ млн.)
та світових цін
на енергоносії, що вона імпортує,**
(Індекс, Q1'2002 = 1, права шк.)



**Річні темпи приросту товарного імпорту
України та світових цін на енергоносії,
що вона імпортує,
% (2001-2016рр.)**



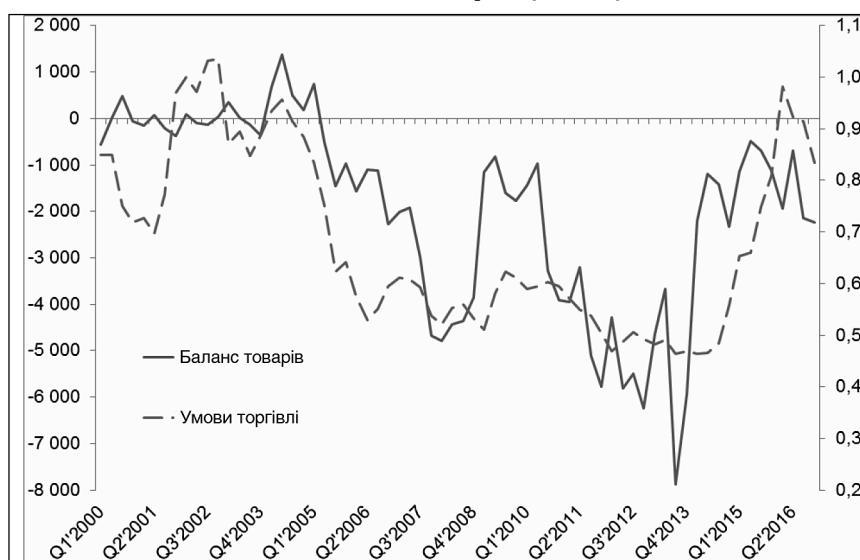
По горизонталі: зміна світових цін,
по вертикалі: зміна обсягу імпорту

Залежність річних темпів приросту товарного імпорту України від світових цін на енергоносії наведено на діаграмі «Річні темпи приросту товарного імпорту України та світових цін на енергоносії...». Вона, зокрема, свідчить, про прямо пропорційний зв'язок двох зазначених показників, а також про

його кількісні параметри: приріст на 1 п.п. світових цін на енергоносії збільшує вартість імпорту товарів в Україні на 0,75 п.п.

Умови торгівлі та чистий експорт товарів. Співвідношення індексів світових цін на сировину, якою торгує Україна, дозволяє розрахувати відповідний індекс умов її торгівлі. Як свідчить діаграма «Україна: індекс умов торгівлі та баланс товарів», упродовж 2002-2014рр. вони майже невинно погіршувалися. Одночасно наростає дефіцит торгівлі товарами: від \$0,5 млрд. у II кв. 2005р. до \$7,9 млрд. у III кв. 2013р. У цілому, не дивлячись на певні «відхилення», зв'язок між індексом умов торгівлі та чистим експортом товарів залишається достатньо наочним упродовж всіх останніх 14 років.

Україна: індекс умов торгівлі (Індекс, Q1'2002 = 1, права шк.) та баланс товарів (\$ млн.)



З теоретичної точки зору, нічого особливого в цьому немає. Проте в **прикладному аспекті надзвичайним є факт «програшної спеціалізації» України:** мало того, що вона нарощує виробництво продукції з низькою доданою вартістю, так ще і динаміка цін на цю продукцію відстає від вартості імпорту. Отже, **Україна в цьому відношенні програє, як мінімум, двічі – через спеціалізацію на випуску не просто дешевої, а занадто дешевої продукції.**

Тимчасове покращання умов торгівлі у 2014-2015рр. у цьому висновку нічого, по суті, не змінює. Адже зниження цін на нафту та природний газ тоді було значною мірою обумовлено цілеспрямованими політичними заходами та санкціями західних країн відносно Російської Федерації у відповідь на її агресію проти України. Не дивлячись на це, у 2016р. умови торгівлі товарами для України знову почали погіршуватися.

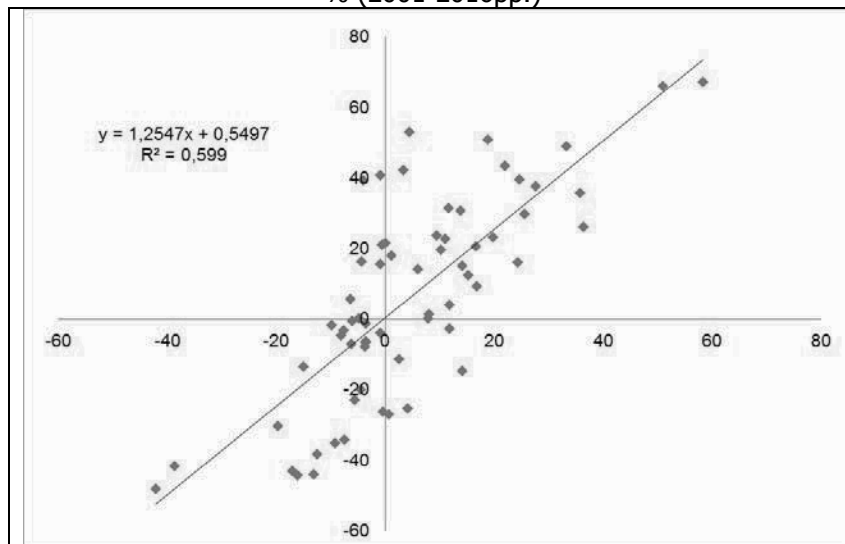
У зв'язку з цим важливою є еластичність між імпортними та експортними цінами України. Її орієнтовну оцінку наводить зв'язок, представлений на діаграмі «*Темпи приросту світових цін на товарний імпорт та експорт України*».

Зокрема, він дозволяє зробити якнайменш кілька висновків. *По-перше*, виявляється, що навіть в періоди сприятливої глобальної кон'юнктури,

коли світові ціни на експортну продукцію України зростають, ціни імпортованих нею товарів зростають ще швидше – у співвідношенні 1 п.п. : 1,25 п.п.

Внаслідок цього, **під час глобального похвалення торговельні дефіцити України загострюються**. Тому, чим вище світові ціни на її експортну сировину, тим **значніша потреба у додатковому іноземному капіталі** для покриття цих дефіцитів. За відсутності достатніх обсягів ПІІ це означає додаткову потребу у зовнішніх кредитах та зростання зовнішнього боргу. **Ситуація – фантазмагорична: чим, здавалося, краща зовнішня кон'юнктура для України, тим гірші для неї умови торгівлі, більша потреба у зовнішньому фінансуванні та значніше накопичення зовнішнього боргу.**

**Темпи приросту світових цін
на товарний імпорт та експорт України,
% (2001-2016рр.)**



*По горизонталі: зміна світових цін на експортну сировину (%),
по вертикалі: зміна світових цін на імпортні енергоносії (%)*

Безумовно, надходження зовнішніх кредитів та інвестицій самі по собі стимулюють зростання імпорту, погіршуючи баланс товарів та рахунку поточних операцій. Однак ця залежність не суперечить негативному впливу погіршення умов торгівлі на зовнішній борг України.

Один із практичних наслідків зазначених співвідношень є таким: упродовж 2000-2016 рр. кожний 1 долар виручки від експорту товарів вимагав від України 1,4 долара за зустрічний імпорт. Тобто **збитковість вітчизняної торгівлі товарами** становить у середньому 40%.

Інша інтерпретація співвідношення між світовими цінами на експортні та імпортні товари України є такою: кожний 1 п.п. приросту імпортних цін супроводжується 0,8 п.п. приросту цін експортних. Тобто, експортна спеціалізація України є не лише не вигідною, а заздалегідь програшною.

Єдиним невітшим «призом» в цій ситуації слугує **зменшення товарних дефіцитів під час падіння глобальної кон'юнктури**. Проте цей

«приз» є не радісним, адже отримати його Україна може лише ціною спаду національного виробництва.

Сальдо рахунку поточних операцій. Найбільший вплив на сальдо вітчизняного рахунку поточних операцій має баланс товарів. Про це, зокрема, свідчать кумулятивні дані за 2005-2016рр., а саме:

- дефіцит поточного рахунку – \$71,5 млрд.;
- дефіцит торгівлі товарами та послугами – \$83,1 млрд.;
- дефіцит торгівлі товарами – \$131,8 млрд.

Отже саме **програшна структура товарного експорту України**, його залежність не просто від дешевої, а занадто дешевої продукції, неспроможність (та небажання) модернізувати виробництво на користь випуску більш складних товарів з більшою доданою вартістю **є прямими чинниками хронічної вразливості не лише поточного рахунку, а й всього платіжного балансу України.**

Зазначена вразливість проявляється у високій залежності поточного рахунку від зовнішніх цін на сировину, якою торгує Україна. Враховуючи, що ці ціни визначаються на глобальних ринках і не залежать від її внутрішньої кон'юнктури, національна економіка є майже беззахисною не лише перед падінням світових цін на сировину, а й навіть перед їх зростанням. За цих умов, вимушеним її «порятунком» виступає іноземний капітал – його надходження у вигляді ПІІ та нових боргових запозичень.

Операції фінансового рахунку та ціни на сировину. Враховуючи сировинну спеціалізацію України, можна припустити, що зростання світових цін на її експорт має приваблювати іноземний капітал через підвищення можливостей його прибуткового використання.

Випереджаюче зростання імпорتنих витрат у цьому випадку може не грати вирішальної ролі, тому що локалізація експортних вигравів та імпорتنих програвів є нерівномірною, й окремі виробництва завжди мають певні надприбутки навіть на тлі існування збиткових компаній в інших галузях.

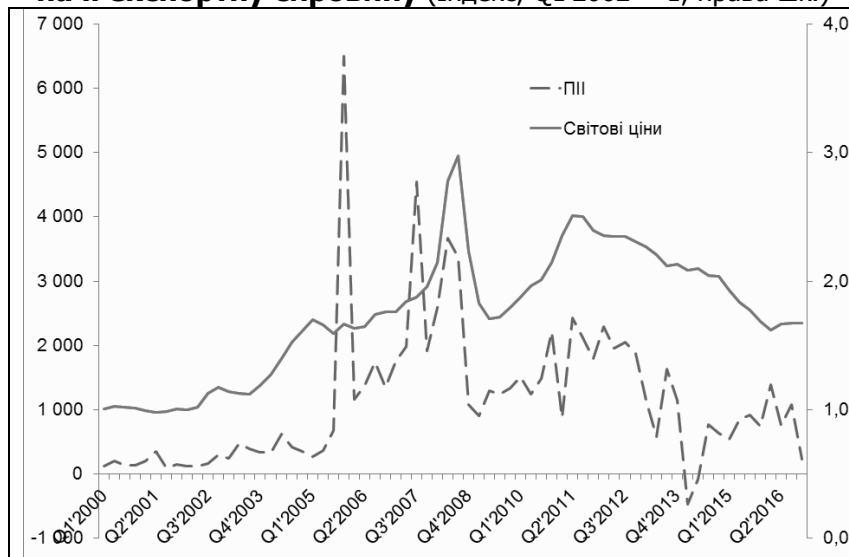
Прямі іноземні інвестиції. Залежності ПІІ, що надходять до України, від зміни світових цін на її експортну сировину, демонструє діаграма «*ПІІ, що надходять до України, та світові ціни на її експортну сировину*». Ціни на ньому представлені тим же зваженим унормованим індексом, що й на діаграмі «*Експорт товарів України та світових цін на її експортну сировину*», подану вище.

Борговий капітал. Що стосується боргового капіталу, то його динаміка непогано корелює з індексом умов торгівлі. Так, на діаграмі «*Річні темпи приросту індексу умов торгівлі та зовнішнього боргу приватного сектору України*» наведено річні темпи приросту цього індексу та зовнішнього боргу приватного сектору України упродовж 2009-2016рр.

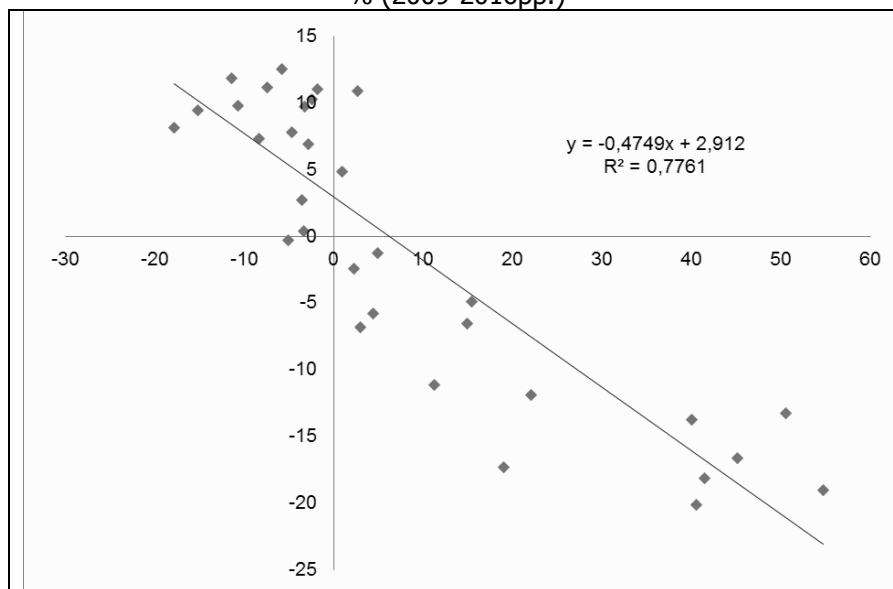
Як вже відзначалося, погіршення умов торгівлі має асоціювати не лише зі збільшенням дефіциту торгівлі товарами, але також і з підвищенням потреб в його зовнішньому фінансуванні. Наведена залежність визначає певну пропорцію між цими змінними: погіршення умов торгівлі на 1 п.п. призводить до зростання приватного зовнішнього боргу майже на 0,5 п.п.

Зв'язок, аналогічний наведеному, існує також між умовами торгівлі та загальним зовнішнім боргом України: погіршення перших на 1 п.п. спричиняє зростання загального зовнішнього боргу на 0,3 п.п.

ПІІ, що надходять до України (\$млн.), та світові ціни на її експортну сировину (Індекс, Q1'2002 = 1, права шк.)



Річні темпи приросту індексу умов торгівлі та зовнішнього боргу приватного сектору України, % (2009-2016рр.)



*По горизонталі: зміна індексу умов торгівлі (%),
по вертикалі: зміна зовнішнього приватного боргу (%)*

Якість капіталу. Не менш важливим, ніж кількісні обсяги іноземного капіталу, є питання його якості. Адже саме ця якість, в кінці кінців, впливає на характеристики тієї продукції, що виробляється та експортується українськими підприємствами.

У зв'язку з цим варто врахувати, що протягом 2005-2016рр. загальний обсяг чистих надходжень ПІІ до України становив \$67,7 млрд. При цьому

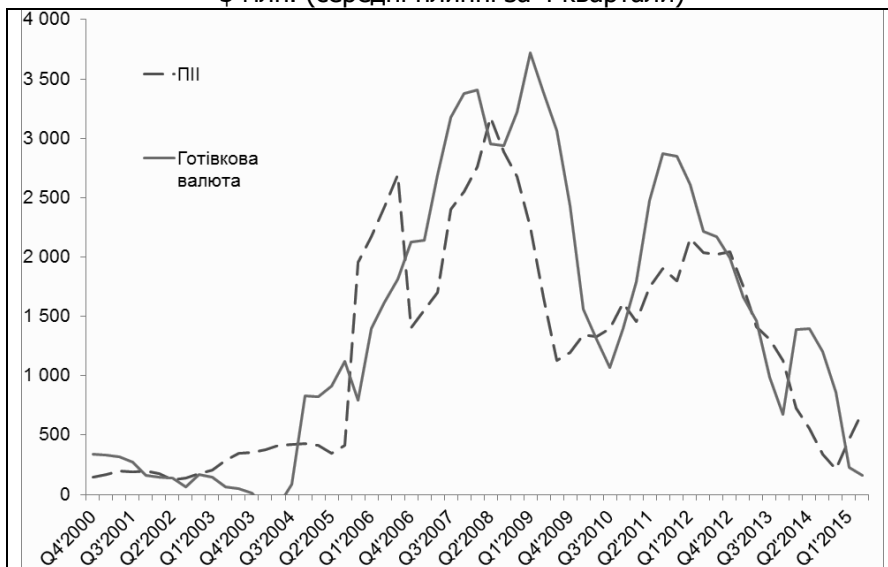
її загальний зовнішній борг збільшився на \$82,8 млрд., у т.ч., приватний – на \$52 млрд. Проте, попри надходження цих реально значних коштів (\$150 млрд.), будь-яких **суттєвих структурних змін в товарному експорті країни не відбулося.**

Цей висновок також підтверджує незмінний характер розглянутих вище взаємозв'язків – між світовими цінами на сировину, якою торгує Україна, та динамікою окремих складових її платіжного балансу. Адже, за умов технологічного розвитку виробництва, упродовж 16 років мали б змінитися і кількісні параметри зазначених співвідношень.

Проте, всупереч цьому, в Україні поглиблюється не просто сировинна спеціалізація, а спеціалізація на експорті робочої сили, яка не має пристойного застосування на батьківщині. Внаслідок цього загальний обсяг переказів від трудових мігрантів-заробітчан у 2005-2016рр. становив \$45 млрд., перекривши третину дефіциту торгівлі товарами (\$131,8 млрд.).

Надходження ж ПІІ до України дивним чином корелюють з відтоком готівкової іноземної валюти з банківської системи (діаграма «Надходження ПІІ до України та відтік готівкової іноземної валюти...»). І хоча змістовний аналіз цього зв'язку вимагає додаткових досліджень, сам факт того, що на кожний долар ПІІ, вкладених в економіку України, приходить 1 долар, що втікає до непрозорого готівкового обігу, свідчить скоріше про розквіт тіньового бізнесу, ніж технологічну розбудову національної економіки.

**Надходження ПІІ до України та
відтік готівкової іноземної валюти з банківської системи,
\$ млн. (середні плинні за 4 квартали)**



Висновки. Надмірна енерговитратність та спеціалізація української економіки на випуску продукції з низькою доданою вартістю обумовлює її критичну залежність від світових цін на сировину.

Товарна структура українського експорту є недосконалою не лише тому, що в ній домінує дешева продукція. Вона є відверто прогашною,

оскільки ціни на український експорт зростають повільніше, ніж ціни на іноземний імпорт, насамперед, енергетичний.

Ця наочна вада формує порочне коло: чим краще глобальна кон'юнктура і, здавалось, вищими мають бути потенційні вигоди для національної економіки, тим – навпаки – більшим є дефіцит її торгівлі товарами та поточного рахунку. Внаслідок цього зростає потреба в їх додатковому фінансуванні іззовні, підвищується зовнішній борг країни та її фінансова вразливість.

Зменшення ж товарних дефіцитів не несе полегшення, тому що відбувається воно «завдяки» падінню зовнішньої кон'юнктури і національного виробництва. При цьому спостерігається відтік іноземного капіталу, що лише погіршує фінансовий стан економіки.

Іноземний капітал де-факто не відіграє жодної помітної ролі у подоланні цього хибного кола, оскільки його надходження пов'язане із циклами сировинної кон'юнктури і досі не демонструє ознак протистояння їм.

За цих умов аморфність економічної політики держави та її розрахунок на ефективність «нерегульованого» ринку є не лише помилковими з теоретичної точки зору, але також хибними у практичному сенсі. Адже така стратегія лише **загострює спотворену структуру національної економіки** та її платіжного балансу.

Зовнішні і внутрішні ризики розвитку національної економіки у коротко- й середньостроковому періодах

Геннадій Рябцев,

провідний науковий співробітник
Національного інституту стратегічних досліджень

Будь-яка держава завжди прагне уникнути збитків і втрат. Проте, щоб нейтралізувати можливі ризики, варто знати, від чого захищатися. Відповідь на це питання є особливо цінною під час криз, воєн і конфліктів, коли ймовірність небажаних змін є значною, а ціна помилки вимірюється не стільки прибутком, скільки суверенітетом держав. Тому ігнорування наявних ризиків може дорого обійтись Україні, що перебуває в центрі глобального протистояння.

У 2016р. в Україні вдалося **призупинити падіння національної економіки**. Валовий внутрішній продукт (ВВП) зріс на 2,3% порівняно з показником минулого року. Попри це, номінальний ВВП в доларах США зберігся на рівні середини 2000-х років (близько \$92 млрд.) і в найближчій перспективі не перевищить показник 2005р.

У пояснювальній записці до проекту Закону України «Про Державний бюджет України на 2017 рік» Кабінет Міністрів обґрунтував низькі темпи відновлення економіки:

- негативним зовнішньоекономічним фоном «через невизначеність після референдуму в Великій Британії, підвищення ставки Федеральною резервною системою США та нестабільність на фондових ринках Китаю»¹³³;
- несприятливою кон'юктурою світових товарних ринків, зокрема основних експортних товарів України (чорні метали, добрива, залізорудна сировина, зернові);
- торговельними обмеженнями з боку країн-членів Митного союзу, насамперед Російської Федерації;
- втратою виробничих потужностей, інфраструктури і порушенням господарських зв'язків через військовий конфлікт на Сході країни;
- низькими темпами зростання економік основних торговельних партнерів України.

На думку Уряду, внаслідок дії цих чинників в Україні сформувалися «тимчасові дисбаланси», які «посилили девальваційні та інфляційні процеси». Однак, крім названих Кабінетом Міністрів зовнішніх причин, в державі існує **низка внутрішніх проблем, що майже не згадуються**. Це, зокрема:

- накопичені системні диспропорції;
- втрата звичних міжгалузевих і логістичних зв'язків;
- обмежена доступність енергетичної сировини;
- несприятливі умови ведення бізнесу;
- збереження надмірного регуляторного й податкового тиску;

¹³³ Пояснювальна записка до проекту Закону України «Про Державний бюджет України на 2017 рік». – <http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/>.

- орієнтування фіскальної системи на максимальні збори без урахування інтересів платників податків;
- недостатній захист прав власності і поширення рекету;
- неефективність судової системи;
- низький рівень довіри населення і бізнесу до владних структур;
- недостатній професіоналізм політиків.

За цих умов Україна стає надзвичайно вразливою до **проявів зовнішніх ризиків**, серед яких можна виокремити такі.

1. Розвал системи міжнародного права. Анексія Криму Російською Федерацією призвела до першого з часів Другої світової війни випадку перегляду кордонів в Європі, зруйнувавши систему, що трималася на статуті ООН і Гельсінському акті. При цьому нової архітектури міжнародних відносин не вибудовано і не закріплено угодами між ключовими гравцями, що відкриває широкі можливості для деструктивних дій в подальшому.

2. Тероризм і кіберзлочинність. Надзвичайна інформатизація світу підвищує вразливість найважливіших систем життєзабезпечення більшості держав до хакерських атак (наслідком атаки російських кібертерористів на українські енергетичні об'єкти стало прийняття в березні 2016р. Стратегії кібербезпеки України). Щоб створити непридатні умови для життя в будь-якому місті, достатньо вивести з ладу системи енергозабезпечення, водопостачання та утилізації відходів. Оскільки більшість із них є автоматизованими, це дозволяє єдиному хакеру надовго зруйнувати звичний ритм життя мільйонів людей (не кажучи про економічні збитки від таких дій). З іншого боку, «традиційні» акти тероризму через збереження їх підґрунтя лише частішатимуть.

3. Масова міграція. Її причини – не лише в сирійському та інших конфліктах, але й демографічному вибуху в країнах Африки і Близького Сходу. При цьому в ЄС відсутній рецепт боротьби з цією «недугою», наслідком чого є фрагментарні спроби перекриття кордонів із використанням збройних сил. Для України «міграційний» ризик може спричинити необхідність створення таборів для біженців для виконання функцій «фільтраційної зони» на кордоні з ЄС та загострити внутрішнє протистояння.

4. Бідність. Нинішнє «зростання» світової економіки майже не пов'язане з відновленням її реального сектора. «Кількісні пом'якшення» не вирішили проблем тенденційного оцінювання ризиків, активів і зобов'язань, тіньового банкінгу і системних розкрадань, непрозорості ринку деривативів і надмірної концентрації коштів. Політична еліта надто повільно усвідомлює, що нинішні проблеми пояснюються не стільки дефіцитом ресурсів, економічними негараздами чи перенаселеністю, скільки безвідповідальними діями фінансових структур. Це мало кого хвилювало, поки об'єктами пограбування були багаті на ресурси Африка та Близький Схід. Але сьогодні «бюджетне стимулювання» практикується і в розвинених країнах, що призводить до зростання бідності.

В Україні, через нестачу коштів у широких верств населення, подальше зростання цін і тарифів, інфляція і девальвація можуть **спричинити масштабні протести**. Акції непокори супроводжуватимуться сплесками

насилення через наявність великої кількості вогнепальної зброї у ветеранів АТО, які до того ж уміють користуватися нею.

6. Криза в державах-експортерах енергоресурсів. Від кратного зниження цін на вуглеводні, що спостерігалось протягом 2014-2016рр., найбільше постраждали експортери, що мали високу собівартість видобутку і не володіли вільними ресурсами для швидкого виправлення ситуації. Йдеться про РФ, Венесуелу, деякі країни Африки й Середньої Азії, а також Норвегію та Велику Британію. Але якщо останні є державами з диверсифікованою економікою, то благополуччя РФ і, особливо, Венесуели ґрунтувалося на високих цінах на енергоносії. У Росії нафта й газ забезпечували 49% експортних доходів, у Венесуелі – близько 80%. У Боліваріанській республіці падіння цін вже призвело до перемоги опозиції на парламентських виборах, що не виключає оголошення імпичменту президенту Ніколасу Мадуро. У РФ розвиток подій за руйнівним сценарієм уповільнила наявність коштів Стабілізаційного фонду, Фонду національного добробуту і Державного резервного накопичувального фонду. Проте існують побоювання, що російська відповідь на нинішні виклики може вийти за економічні межі. Анексія Криму і війна на Сході України – лише частина дій РФ у спробі зберегти геополітичний вплив.

7. Створення альтернативних центрів управління. У намаганні встановити контроль над цільовими об'єктами і ринками транснаціональних корпорацій, фінансово-промислові групи, організовані групи хакерів, окремі «філантропи» успішно підривають традиційний вплив держав. Цей ризик повною мірою стосується й України, якій залишають відкритими для розвитку лише декілька ніш. На виході з трансформації нашої держави пропонують роль сировинної колонії (тепер – продовольчої).

Однак, представники українського політикуму, як і раніше вважають, що:

- рішення органів влади (суб'єктів управління) є кваліфікованими й відображають інтереси суспільства;
- об'єкти управління (наприклад, національна економіка) є чітко визначеними і сталими (тобто відомо, які дії можна застосувати і як буде реагувати об'єкт);
- об'єкт автоматично виконує всі рішення суб'єкта, тобто неконтрольовані суб'єктом процеси функціонування об'єкта відсутні.

Але сьогодні варто виходити з того, що:

- у кожного об'єкта є «власні інтереси», що конкурують із такими в інших сферах діяльності. Тривале дотування окремих галузей економіки за рахунок інших є яскравою ілюстрацією цього факту;
- між інтересами «суб'єктів» існують суперечності. Звичайною практикою є спрямування ресурсів на економічно необґрунтовані (для суспільства) проекти і передача прав управління інфраструктурними об'єктами приватним особам;
- суб'єкт управління не є єдиним джерелом владних рішень. Існують групи спеціальних інтересів, які вже створили власні, альтернативні центри управління.

У наведеному контексті цілком можливим є перетворення України на *failed state*. Активізація військових дій на Донбасі або блокування роботи уряду здатні перезапустити дезінтеграцію держави. Поки ймовірність

утрати керованості зберігатиметься, інвестування в Україну, як і бізнес-активність, залишатимуться на мінімальному рівні.

У **найближчій перспективі Україна буде найбільш вразливою** до дії таких **зовнішніх ризиків**:

- збереження низьких цін на ринках основних експортних товарів (чорні метали, добрива, залізорудна сировина, зернові);
- обмеження доступу до міжнародних ринків капіталу, нестача зовнішнього фінансування й донорської допомоги;
- згортання інвестиційних планів іноземних компаній, що працюють в Україні;
- негативного впливу на національну економіку імплементації Угоди про асоціацію з ЄС;
- ескалації українсько-російського конфлікту й можливого розширення меж торговельної війни.

Оскільки самостійно усунути перераховані вище ризики Україна не в змозі, виняткової важливості набуває нейтралізація таких небезпек.

1. Неефективна реалізація ключових реформ, зокрема через недостатній професіоналізм керівників виконавчої влади.

Протягом останніх років в Україні загострилися такі фундаментальні проблеми державного управління, як:

- втрата органами виконавчої влади розуміння окремих ринків, галузей, національної економіки, держави як цілісних об'єктів управління;
- переважання реактивної політики, коли вжиття заходів розпочинається лише після набуття суспільною проблемою глобального характеру;
- прийняття владних рішень без комплексної оцінки їх ефективності, результативності, справедливості, адміністративної і політичної здійсненності, в ручному режимі, під тиском «громадськості» або груп спеціальних інтересів, на основі неповної, суперечливої, тенденційної інформації;
- зосередження уваги на поточних питаннях, хоча замовчування або забалакування більш серйозних проблем загрожує значнішими витратами ресурсів у майбутньому.

У 2014-2016рр. до перерахованих додалася ще одна проблема – **нестача кваліфікованих кадрів в умовах зрощування політики й бізнесу**. Державні службовці вже не приховують, що займаються підприємницькою діяльністю. Панує хибна думка, що людина з бізнесу може легко переходити на державну службу і демонструвати на ній високі досягнення, не маючи необхідних знань і навичок. Наслідками підтримки таких уявлень на найвищому рівні стали:

- звільнення професійних службовців без планування, прогнозування і попередження можливих втрат і під приводом «очищення влади», закон про який розкритикований Венеціанською комісією. Їх заміна не надто успішними бізнесменами і незатребуваними в своїх країнах іноземцями, які легко змінили громадянство заради винагород, що неофіційно виплачувалися їм «друзями України» на кшталт Дж. Сороса;
- масові скорочення службовців, що відповідали за підготовку проектів владних рішень та їхнє обґрунтування. Позбавлення інших

надбавок за інтенсивність праці, вислугу років, наявність наукових ступенів і вчених звань, що зумовило масовий відтік професіоналів із державної служби;

- фактична передача управління державними фінансами під контроль Міжнародного валютного фонду;

- зростання закритості й непрозорості органів виконавчої влади, ліквідація під приводом реорганізацій громадських рад, супроводжувана звинуваченнями представників громадянського суспільства в непрофесіоналізмі, попри відсутність досвіду роботи в керованих сферах у самих чиновників;

- масові порушення регламентів роботи Кабінету Міністрів і Верховної Ради України, ігнорування народними депутатами зауважень і рекомендацій Головного юридичного та Головного науково-експертного управлінь Апарату Верховної Ради, що призвели до ухвалення безграмотних і незабезпечених ресурсами нормативно-правових актів;

- призначення на корупційно небезпечні посади непрофесіоналів, нездатних формувати й реалізовувати державну політику.

Через нестачу фахових виконавців **виробники політики задовольняються її поверховим аналізом** чи замовляють підготовку рекомендацій, які приховують ризики ухвалення кон'юнктурних або підтриманих окремими групами інтересів владних рішень. Аналіз ефективності й регуляторного впливу обмежується описовим викладенням очікуваних вигід і витрат без кількісних розрахунків, при цьому ігноруються ризики нанесення збитків і докладання затратних зусиль. Прямим результатом цього стають значні втрати в суспільному добробуті, формування у населення негативного ставлення до влади.

Наслідками «кадрового» ризику є високі ймовірності:

- зміни розміру, кількості, порядку справляння податків і зборів, у тому числі менше, ніж через шість місяців після опублікування ухваленого рішення (тобто з порушенням Бюджетного і Податкового кодексів);

- запровадження заборони на придбання товарів і послуг в окремих суб'єктів господарювання під приводом «боротьби з агентами Кремля»;

- відновлення обмежень на придбання валюти імпортерами та зобов'язань її реалізації експортерами;

- посилення адміністративного тиску на окремих суб'єктів господарювання в моменти різких змін ринкової кон'юнктури;

- посилення недобросовісної конкуренції з боку фінансово-промислових груп, що здійснили захоплення регулятора;

- збільшення привабливості товарних ринків для кримінальних і тіньових структур.

2. Зменшення попиту, обумовлене низькою платоспроможністю споживачів унаслідок скорочення реальних доходів населення й погіршення ситуації на ринку праці. Хоча номінальні доходи громадян України в 2016р. зросли порівняно з минулим роком на 15%, реальні наявні доходи, визначені з урахуванням цінового чинника, не

змінилися¹³⁴. Близько 31% опитаних у грудні 2016р. Фондом «Демократичні ініціативи» імені Ілька Кучеріва спільно з Центром Разумкова визнали своє матеріальне становище «нестерпним»¹³⁵. Середньомісячний дохід респондентів виявився в 2,4 раза менше суми, яка, на їх думку, є «достатньою для нормального життя».

За даними Держстату, кількість безробітних в Україні майже не змінюється, хоча такі оцінки не відповідають реальному стану справ. За результатами опитування, проведеного в грудні 2016р. Соціологічною групою «Рейтинг», не працюють близько 40% респондентів, і пенсіонери – лише третина з них¹³⁶. При цьому 5 млн. працездатних не в змозі визначити свій рід занять однозначно, а за одне робоче місце конкурує 20-30 претендентів (якщо врахувати 1,7 млн. тимчасово переміщених осіб).

Наслідками «споживчого» ризику є високі ймовірності:

- прискорення трудової еміграції;
- скорочення споживання товарів і послуг, у тому числі першої необхідності;
- активного просування дешевої продукції з низькими споживчими характеристиками;
- «оптимізації» податків та якості товарів і послуг;
- скорочення прибутковості бізнесу, що збільшує фінансову вразливість суб'єктів господарювання, не дозволяючи їм витримувати тривалі атаки ближчих до влади конкурентів (зокрема інформаційні).

3. Збереження девальваційних тенденцій на валютному ринку, зокрема через збільшення боргового навантаження і, як наслідок, низької кредитної активності комерційних банків. Попри реструктуризацію, державний борг на кінець 2016р. становив 82% ВВП, тоді як критичним рівнем вважається 60%. Державі все складніше обслуговувати заборгованості. Навіть за висновками Національного банку України, «продовження співпраці з міжнародними донорами, передусім МВФ, є ключовим фактором збереження фінансової стабільності»¹³⁷.

Представники 10 державних, аналітичних та академічних структур, що брали участь у складанні 43-го консенсус-прогнозу Мінекономрозвитку, вважають, що до грудня 2017р. національна валюта подешевшає до 29,85 грн./\$1 (із варіацією значень 26,50-33,00)¹³⁸. І хоча аналітики Національного банку України кажуть про «інерційність очікувань», прогнозована поведінка гривні є цілком реальною, оскільки їй загрожують політична нестабільність; фіскальний розрив, рівний всім доходам

¹³⁴ Доходи та витрати населення у 2016 році. –

<http://www.ukrstat.gov.ua/express/expr2017/03/56w.zip>

¹³⁵ 2016-й: політичні підсумки - загальнонаціональне опитування. –

<http://dif.org.ua/article/2016-y-politichni-pidsumki-zagalnonatsionalne-opituvannya>.

¹³⁶ Оцінка умов праці українців. –

http://ratinggroup.ua/research/ukraine/ocenka_usloviy_truda_ukraincev.html.

¹³⁷ Звіт про фінансову стабільність. –

<https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=40819104>.

¹³⁸ Україна: перспективи розвитку. Консенсус-прогноз. –

<http://www.me.gov.ua/Documents/Download?id=8089b0f3-7748-45f0-9ea0-6a3f0d39293a>.

бюджету; низька платіжна дисципліна; тінізація економіки і відтік капіталу.

Прямим наслідком нестабільності гривні є поганий доступ до кредитних коштів. Основними чинниками, що ускладнюють їх залучення, є завищені відсоткові ставки, надмірні вимоги до вартості застави, а також складне оформлення документів. Однак здешевлення кредитів не відбудеться, доки не вдасться зупинити військові дії; підвищити інвестиційну привабливість, суверенний рейтинг України та її банків; гарантувати право власності; знизити ризики неплатоспроможності позичальників і вирішити проблеми виконання судових рішень.

Наслідками «девальваційного» ризику є високі ймовірності:

- відмов суб'єктів господарювання від укладання довго- та середньострокових контрактів;
- нестачі ресурсів для розвитку бізнесу;
- заміни фінансових кредитів товарними.

4. Відсутність прогресу у відновленні контролю над окремими районами Донецької та Луганської областей.

Конфлікт на Сході України не став локальним і швидкоплинним, а його наслідки для економіки виявилися більш серйозними, ніж прогнозувалося. Відновлення зупинених підприємств, виведеної з ладу інфраструктури й розірваних зв'язків потребуватимуть багатьох років. Тривале протистояння поширило економічну «заразу війни» не тільки на Харків із Дніпром, але й решту території держави. Асоціювання України з «гарячою точкою» зменшило її інвестиційну привабливість, підвищило вартість запозичуваних коштів і посилило конкуренцію за місцеві ресурси через приплив біженців.

Наслідками «військового» ризику є високі ймовірності:

- неможливості відновлення нормальної економічної діяльності на Сході України і повернення власності, що залишилася в ОРДЛО;
- збільшення частки «тіньового» бізнесу у східному регіоні;
- складності із життєзабезпеченням об'єктів, розташованих поблизу лінії розмежування;
- погіршення кримінальної ситуації навколо зони конфлікту;
- неможливості реалізації програм розвитку Сходу України;
- військової ескалації конфлікту.

5. Заморожування інвестиційних проектів і відтік капіталу.

Натепер більшість інвесторів розуміє, що право власності в Україні є незахищеним, а тому не поспішають купувати активи, які можна втратити, модернізувати підприємства, які можуть забрати, повертати кошти з офшорів, коли держава не гарантує їх збереження.

На жаль, під час чергового обговорення нового розпродажу активів мова про захист прав власності не йде. Але якщо суспільство не бажає загострення соціальних проблем після нової хвилі приватизації, його інститутам варто простежити за:

- формуванням відкритих реєстрів і кадастрів нерухомого майна;
- розробленням механізмів захисту прав приватних інвесторів;

- складанням переліку підприємств, що не мають бути приватизованими за жодних обставин;
- визначенням чітких вимог до інвесторів;
- оприлюдненням кінцевих бенефіціарів (реальних покупців) перед їхнім допуском до участі в приватизації;
- встановленням як головного критерію ухвалення рішень суми соціальних зобов'язань та інвестицій у модернізацію об'єктів, а не запропонованої за них ціни;
- прозорістю всіх процедур.

Наслідками «інвестиційного» ризику є високі ймовірності:

- залишення країни іноземними інвесторами, насамперед компаніями з російським капіталом;
- нарощування капіталізації суб'єктами господарювання без гарантій повернення коштів, вкладених у розвиток.

6. Зростання тіньової економіки.

Приховувана від держави діяльність набула в Україні більшого розмаху, аніж в Болгарії й Румунії, не кажучи про ЄС-15 (хоча й там, за оцінками автора, повз бюджети проходить щорічно €2,2 трлн.). Згідно з виконаними дев'ять років тому розрахунками Ф. Шнайдера з Університету Лінца, частка тіньової економіки в Україні сягала 47 % ВВП. Достатньо консервативні оцінки Мінекономрозвитку вказували тоді на 28%. Сьогодні ж навіть останнє визнає, що в 2015р. в тіні¹³⁹ перебувало щонайменше 40% ВВП¹⁴⁰.

Зростання тіньового сектора обумовлено:

- недостатньою ефективністю роботи державних інституцій (за цим показником у рейтингу *Global Competitiveness Index (GCI) 2016-2017*¹⁴¹ Україна є 129 з 138 держав);
- недосконалістю економіко-правового середовища і низькою ефективністю судової системи (129 місце в рейтингу *GCI 2016-2017*);
- несприятливими умовами ведення бізнесу, наявністю надмірного регуляторного і податкового тиску (84 місце серед 190 держав у рейтингу *Doing Business 2017*¹⁴²), що підштовхують до приховування реальних обсягів виробництва й прибутку. Масштаби «оптимізації» є тим більшими, чим вищими стають ставки податків і чим гірше працює фіскальна система;
- орієнтування фіскальної системи на максимальні збори без урахування інтересів платників, наприклад, ризиків, що виникають у підприємців внаслідок дій податківців;

¹³⁹ Без урахування Криму та окремих районів Донецької та Луганської областей.

¹⁴⁰ Загальні тенденції тіньової економіки в Україні. – <http://www.me.gov.ua/Documents/Download?id=ee79c009-bee1-4f5e-a275-c2be8fae5875>.

¹⁴¹ Global Competitiveness Index 2016-2017. Ukraine. – <http://reports.weforum.org/global-competitiveness-index/country-profiles/#economy=UKR>.

¹⁴² Doing Business. Украина. – <http://russian.doingbusiness.org/data/exploreeconomies/ukraine#paying-taxes>.

– недостатнім захистом прав власності (131 і 136 місця в рейтингу *GCI 2016-2017* за показниками захисту прав власності і прав міноритарних акціонерів);

– великими масштабами корупції (при цьому, щоб більше приховувати, потрібно платити все більше);

– поширенням рекету (123 місце в рейтингу *GCI 2016-2017* за показником «Організована злочинність»). У цьому випадку замість державних чиновників вимаганням займаються організовані злочинні угруповання, причому тіньові підприємства можуть приховувати свою діяльність і від них, і від держави. Існує й зворотний зв'язок – ОЗУ приділяють більше уваги підприємствам, що приховують свою діяльність, а не працюють відкрито;

– низьким рівнем довіри до владних структур. Останній факт підтверджують результати дослідження, проведеного в листопаді 2016р. Центром Разумкова¹⁴³. Відповідно до них, понад дві третини (67%) українських громадян¹⁴⁴ незадоволені напрямом, в якому рухається держава, 81% не довіряють жодному з чиновників, а майже чверть (24%) переконані, що Україна нездатна подолати існуючі проблеми та труднощі.

Наслідками «тіньового» ризику є високі ймовірності:

– неспроможності суб'єктів господарювання, що приховують свою діяльність, звертатися за захистом своїх прав до суду;

– обмежень в інвестиційних можливостях і виборі партнерів, яким можна довіряти;

– неспроможності збільшення акціонерного капіталу та отримання позик (особливо якщо фінансова установа вимагає додаткового забезпечення або підприємство приховує власника активів);

– неможливості використання прихованих ресурсів і підвищення ефективності діяльності.

Безумовно, наведений перелік ризиків розвитку національної економіки не є повним і може бути уточненим. Головне, щоб затребуваним стало управління ними, тобто **вироблення політики запобігання та/чи мінімізації втрат** від імовірних подій, здатних негативно вплинути на суб'єкти господарювання, окремі галузі, національну економіку й державу в цілому.

Ця політика має **базуватися** на таких тезах:

– будь-який ризик можна передбачити;
– настання будь-якої події можна прискорити, відтермінувати чи відвернути;

– до ймовірних втрат можна і варто готуватися;
– будь-які втрати можна мінімізувати;
– небажаними процесами можна певної мірою керувати;
– для нейтралізації ризиків слід використовувати заздалегідь розроблені підходи та інструменти.

¹⁴³ Оцінка громадянами ситуації в країні, ставлення до суспільних інститутів, електоральні орієнтації. – http://razumkov.org.ua/uploads/socio/2_Press1116.doc.

¹⁴⁴ Без урахування Криму та окремих районів Донецької та Луганської областей.

Економічна модель ризиків кризових процесів в Україні та заходи макроекономічної стабілізації

Віталій Шапран,

член виконкому Українського товариства фінансових аналітиків (УТФА)

Україна за період з 2014 по 2016 роки втратила майже п'яту частину ВВП, біля 90 банків та продемонструвала рекорди зі зростання державного боргу. Вже зараз дуже складно відокремити, які економічні втрати виникли через погане управління чиновників та корупцію, а які сталися під натиском об'єктивних чинників: війни, окупації українського Криму і частини території Донецької та Луганської областей. Втім, події в економіці України дають експертному товариству дуже цінний практичний матеріал для побудови економічної моделі ризиків розгортання кризових процесів з метою подальшого уникнення, зменшення або регулювання таких ризиків у майбутньому.

1. Циклічна (спіральна) модель розгортання кризи

За власними спостереженнями криз 1998-1999рр., 2008-2009рр. та 2014-2015рр., кризові явища у економіці України розвиваються за циклічним сценарієм, через повторення впливу негативних факторів. Повторення підсилює економічний занепад, і тому кризи протягом 14-20 місяців розгортались у формі спіралі, а потім відновлення відбувалось за такою ж самою спіральною формою. Циклічність добре проглядається протягом всього періоду кризи на прикладі дії фінансових ризиків.

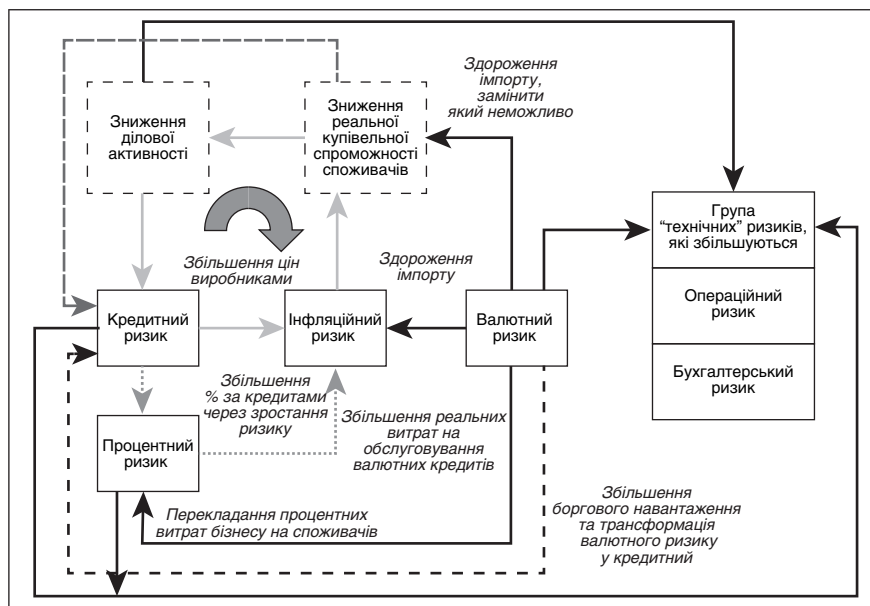
Наведу приклад циклічності за видами фінансових ризиків, які зображені на рис. *«Концептуальна модель циклічних зв'язків...»*. Неочікуване зниження ділової активності (як це було у вересні-листопаді 2008р. через обвал попиту на сталь та металевий прокат) призводить до погіршення фінансового стану виробників-позичальників. Своєю чергою, виробники змушені збільшувати ціни на готову продукцію для покриття власних ризиків і тим самим створюють першу хвилю для збільшення інфляції. Зростання цін (інфляція) б'є по кишеням споживачів, які на свої доходи та заощадження можуть купити менше товарів.

На цьому коло замикається: споживачі, які можуть купити менше товарів, спричиняють нову хвилю зниження ділової активності, що автоматично підвищує вже їх кредитні ризики через хвилю скорочень, зниження зарплат та вартості заощаджень споживачів. Збільшення кредитних ризиків бізнесу та населення призводить до необхідності банків збільшувати відсоткові ставки за кредитами, що, в свою чергу, здорожує обслуговування боргів для бізнесу та населення і також негативно впливає на інфляцію.

Наведена схема є загальною для більшості ринків. Але український ринок протягом останніх трьох криз поводить себе досить цікаво. Наприклад, під час кризи 1998-1999рр. населення в Україні зовсім не несло на собі кредитного тягаря та фізично не могло бути причиною проблем у банківській системі. Криза 2008-2009рр., навпаки, мала всі ознаки суттєвого впливу на інфляцію через знецінення валюти та зростання вартості кредитів, що переставали обслуговуватись. Виведення з ринку токсичних активів у вигляді кредитів банків фізичним особам

розтягнулось на роки, але миттєву «компенсацію» банки отримали через збільшення відсоткових ставок.

Концептуальна модель циклічних зв'язків між основними видами фінансових ризиків



Як правило, у таку «загальну схему кризи під призмою фінансових ризиків» втручається держава. Втручання відбувається через монетарний механізм і при цьому має всі риси втручання регуляторного характеру, коли ризики можуть бути як підсилені, так і зменшені. Центральні банки таких країн, як Росія, Греція, Аргентина та ін. у 1990-ті роки, а деякі і під час кризи 2008-2009рр., не витримували монетарної дисципліни та допускали насичення економіки грошовою масою без огляду на динаміку ділової активності.

Наразі слід зазначити, що саме інфляційний ризик у цій схемі циклічності має всі ознаки транзитного ризику, тобто він не виникає сам собою і часто не є первісним, з тим – не є причиною кризи. Криза починається не з інфляції, а з якихось інших причин, що призводять до інфляції, яка вже потім відіграє роль явища, через яке підсилюються інші ризики. Але, на відміну від валютного ризику, інфляційний є постійно діючим каталізатором, без якого кризові явища у економіці не можуть суттєво розгортатись.

2. Чому інфляція – це важливо?

Окремо увагу слід звернути на кризове коло, пов'язане з інфляцією. 75 із 100 центральних банків світу зовсім марно будують свою монетарну політику саме навколо інфляційного таргетування, або ж приділяють контролю інфляції дуже серйозну увагу.

Неважливо, який характер має інфляція у країні та що стало причиною такої інфляції: чи надлишкова емісія грошей центральним банком або ж підвищення цін виробниками під натиском кризових явищ – алгоритм дії інфляції на економічне зростання один і той самий. Знецінення заощаджень та доходів споживачів призводить до автоматичного зниження їх купівельної спроможності, що майже пропорційно сповільнює

економічне зростання через падіння платоспроможного попиту споживачів.

Насправді, найбільше такий «інфляційний ефект» має відчуватись на тих ринках, де є масовий попит, а саме на ринках продуктів харчування, різноманітних дешевих послуг для населення тощо. Тобто у тих сегментах, де велика кількість споживачів. Пропонуємо відстежити ефект від інфляційного удару на прикладі України 2014-2016рр. Для цього порівняємо всього два ряди динаміки: номінальну середню брутто-зарплату по країні та зарплату (з/п), яка скоригована на споживчу інфляцію, тобто на індекс цін (діаграма «*Номінальна та скоригована середня зарплата*»)¹⁴⁵.

**Номінальна та скоригована середня зарплата,
2014-2017рр.**



На жаль, як би ми не хотіли, але через інфляційні процеси нам навіть на початку 2017р. не вдалось повернутись до реального рівня середньої зарплати січня 2014р. Так, якщо у січні 2014р. брутто-середня з/п складала 3142 грн., то за рівнем цін січня 2014р. середньостатистичний робітник в Україні отримував у січні 2017р. 2939 грн., тобто на 203 грн. менше. Із наведених даних ми бачимо, що середньостатистичний споживач в Україні навіть на початку 2017р. не отямився від інфляційного удару, який було нанесено у 2015р. Протягом січня 2015р. - травня 2016р. картина взагалі виглядала катастрофічною, середньостатистичні споживачі втратили в окремі місяці більше чверті реального брутто-доходу у формі з/п. У 2016р., особливо у другій половині року, відновлення було наглядним, але недостатнім для того щоб вийти хоча б на вартість з/п, яку фіксувала статистика у січні-лютому 2014р.

Начебто все зрозуміло. Українська економіка під час останньої кризи частково була зруйнована за рахунок інфляційного ризику. І в цьому ми не є унікальною країною, наша економіка також ходить під лозунгом: «зупинимо інфляцію і не пустимо кризи в країну». Але, на жаль, все не так просто, і обмежуватись тільки боротьбою з інфляцією недостатньо,

¹⁴⁵ В статті використані офіційні дані НБУ. – www.bank.gov.ua. Розрахунки автора.

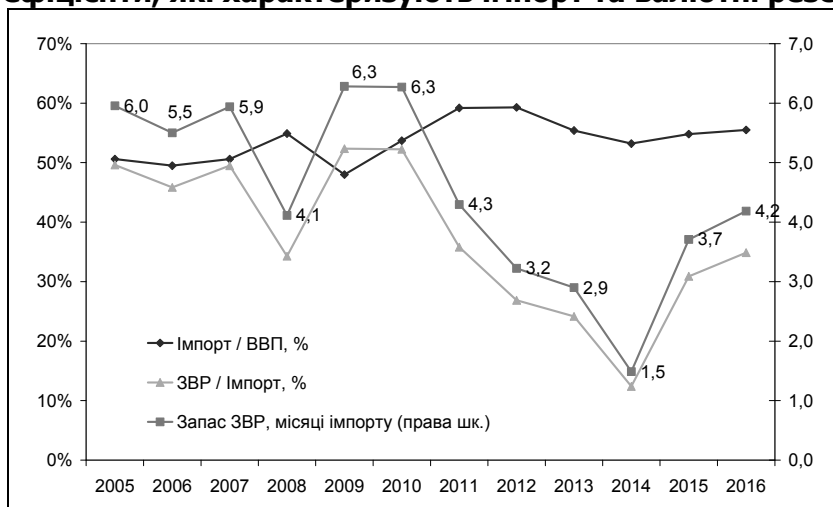
оскільки є зовнішні чинники, які впливають майже на весь спектр ключових макроекономічних параметрів.

3. Каталітичний вплив валютного ризику

Повертаючись до концептуальної схеми зв'язків між основними формами фінансових ризиків (рис. вище), потрібно звернути увагу на особливу роль валютного ризику. Його «теоретичне» значення може бути дуже різним. Наприклад, американським або європейським споживачам здебільшого все одно, яким є курс їх національної валюти до інших валют. Так, на рівні торговельного балансу США можуть відчувати «дорогий долар до євро», або «занадто дешевий юань до долару», але оскільки їх економіка здатна виробляти майже всі товари та послуги, щоб задовільнити внутрішнього споживача, то споживачів, які мають зайнятість, проблема конкурентного ринку між внутрішніми гравцями та експортерами цікавить тільки під призмою якості товару чи послуги та їх ціни.

Зовсім інша річ – країни, де рівень доларизації економіки дуже високий, і де рух курсу національної валюти до долару або євро впливає майже на всі сторони економічного життя. Так, знецінення гривні під час трьох останніх криз призводило до автоматичного здороження імпорту та підтягувало внутрішні ціни українських виробників до експортних. Під час кризи 2008-2009рр. валютний ризик трансформувався у процентний та кредитний, коли позичальники відчували збільшення боргового навантаження у рази, але не мали валютного виторгу для того, щоб пізніше покрити цей ризик. Вітчизняна економіка має високий рівень доларизації саме через те, що не виробляє всі товари та послуги, які необхідні кінцевому споживачу. Якщо розглянути статистичні характеристики нашого імпорту, то за підсумками 2016р. наш імпорт сягнув 55,5% ВВП, і на жаль, цей показник ніколи не був низьким. Наприклад, у 2011-2012рр., коли закладались основні дисбаланси, співвідношення імпорту до ВВП перевищувало 59% (діаграма «Коефіцієнти, які характеризують імпорт та валютні резерви»).

Коефіцієнти, які характеризують імпорт та валютні резерви



Якщо розглядати ранжування (ренкінг) Світового банку по цьому показнику, виключивши з нього класичні офшори, які викривляють картину, то за підсумками 2015р. знайдемо таких лідерів ренкінгу як

Кірібаті, Конго, Словакію, В'єтнам, Ліберію та Угорщину. У цих країнах імпорт до ВВП перевищував 80%, при тому що середній показник по Світу складав приблизно 29%. Тобто багато країн, що розвиваються, мали високу залежність від імпорту, але не у всіх така залежність трансформувалась у валютні ризики. Зокрема, були країни, які могли собі це дозволити, маючи ще більший рівень експорту, або які ховались у валютні зони, наприклад, євро-зону.

Справа у тому, що висока залежність економіки від експортно-імпортних операцій може бути компенсована або міцним експортним потенціалом, або за рахунок сусідів по валютній зоні, або за рахунок великих золотовалютних резервів. На жаль, Україна, особливо в останні три роки, не могла претендувати на жоден з цих варіантів. Рівень ЗВР досяг критичного обсягу, який покриває в 1,5 місяці імпорту, у 2014р. І хоча до 2016р. рівень ЗВР суттєво підвищився, насправді ми розуміємо, що частина номінальних ЗВР фактично належить МВФ і з часом має бути повернута, а від'ємний платіжний баланс у 2017-2019рр. не знімає валютний ризик з дорожньої карти майбутньої кризи в Україні (діаграма вище «*Коефіцієнти, які характеризують імпорт та валютні резерви*»).

За підсумками трьох криз можна стверджувати, що на якомусь первинному етапі розкручення кризи у економіці валютний ризик змагається за вплив з інфляційним ризиком. Відсутність сильного експорту та власних (чистих) ЗВР змушує учасників ринку в усіх ключових процесах оглядатись на валютну складову та враховувати її у ціновій, процентній, кредитній та інших політиках.

Насправді, поки Україна не вирішить проблему «слабкої гривні», питання про те, що саме повинно бути первинним – таргетування інфляції чи таргетування валютного курсу – буде відноситись до розряду дискусійних. Втім, прихильники абсолютно стабільного курсу та впроваджувачі політики фіксованого курсу при критиці інфляційного таргетування повинні ще раз ознайомитись зі статистикою діаграми «*Коефіцієнти, які характеризують імпорт та валютні резерви*» та усвідомити, що протягом 2014-2015рр. Україна не мала достатньо запасів ЗВР для підтримки ринкового фіксованого валютного курсу. Замало їх і станом на початок квітня 2017р. За власними оцінками, чисті ЗВР на початок квітня складали близько \$5 млрд. Цю суму за несприятливих обставин НБУ може «спалити» на міжбанку, підтримуючи гривню, за 6-10 місяців.

4. Загострення «технічних ризиків»

Під час всіх трьох криз в українській економіці обов'язково загострювались так звані «технічні ризики», до яких відносимо операційний і бухгалтерський ризики. Здавалось би, що такі ризики не повинні впливати на глибину кризи, але це не так. Вони так само, як і валютний ризик, але не з такою силою, виконують каталітичну роль, збільшуючи швидкість розгортання кризи. У якості негативного впливу «бухгалтерського ризику» можемо навести приклад, який було обраховано за підсумками кризи 2014-2015рр.

На початок 2014р. бруто-кредити (кредити + резерви), видані українськими банками, складали у еквіваленті приблизно \$100 млрд., але

вже на початок 2016р. через девальвацію та виведення банків з ринку ці кредити складали у еквіваленті тільки \$40 млрд. Саме через зменшення масштабів кредитних авуарів українських банків у перерахунку на долари США, *по-перше*, зменшився їх потенціал для кредитування експортерів та імпортерів. *По-друге*, українські банки за масштабами операцій стали менш привабливими в очах іноземців, і разом з цим впала їх вартість.

Проблемність бухгалтерського ризику полягає в тому, що ані в банку, ані на підприємстві може нічого не змінюватись, але через зміни курсу змінюється звітність, на яку вже реагують інвестори та кредитори. Протидіяти такому ризику та його каталітичному характеру можна лише двома засобами: або розширювати свій бізнес за кордон – у країни, де центральний банк є емітентом однієї з резервних валют, або цілою країною проситись до найближчої для нас валютної зони (у даному випадку це зона євро) та втратити монетарний суверенітет.

За власними спостереженнями, найбільше від бухгалтерського ризику під час кризи 2014-2015рр. постраждали українські банки та компанії, які протягом 2005-2015рр. провели IPO (первинне розміщення акцій) на світових фондових майданчиках. Також впала вартість майже всього того бізнесу, який повіdkривали на території України іноземці.

Зворотнім боком бухгалтерського ризику є загострення проблеми підробки звітності. Коли все добре – аудитори та бухгалтери не мають потреби щось «домальовувати». Коли криза розгортається – потреби у «малюванні» балансів та звітів про доходи і видатки збільшуються. За моїми оцінками, із 90 банків, які було виведено з ринку за останні 3 роки, приблизно 75-78 мали проблему зі звітністю. Тобто дистанційно виявити проблему в цих банках було неможливо, і це давало їм час для роботи.

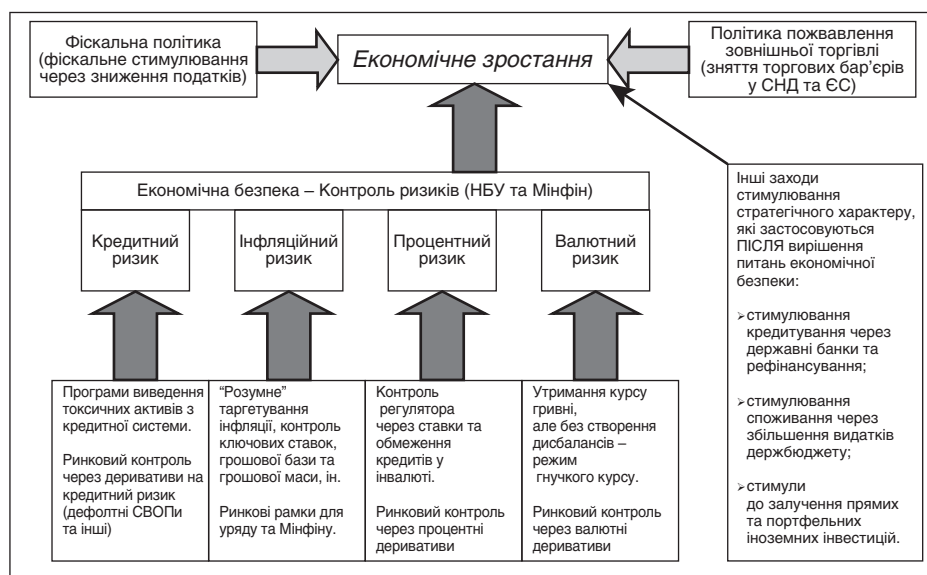
5. Подолання циклічного (спірального) характеру кризи

На моє переконання, для уникнення економічних криз будь-яка країна світу спочатку повинна попіклуватись про сильну систему контролю за основними фінансовими ризиками. Наявність такої системи контролю є гарантією економічної безпеки у короткостроковому періоді (рисунок «*Підтримка економічної безпеки...»*).

Власне сьогодні активно точиться дискусія навколо того, що повинне бути первинним: контроль ризиків чи прагнення уряду надати прискорення економічному зростанню. Наполягання на тому факті, що наявність економічної безпеки призведе до неминучого прискорення зростання має сенс. Але, на мою думку, в Україні монетарна влада та Мінфін не забезпечили всього відпрацювання комплексу заходів із контролю над ризиками.

По-перше, класичний варіант контролю за ризиками не зводиться тільки до таргетування інфляції. Зокрема, таргетування інфляції майже ніяк не впливає на контроль за кредитними ризиками (вся Україна відчула це на прикладі націоналізації ПриватБанку). Навпаки, валютний ризик може спричиняти інфляцію та діяти на неї як каталізатор. А от інструментарій інфляційного таргетування взагалі може бути першоджерелом збудження процентних ризиків.

Підтримка економічної безпеки та стимулювання економічного зростання



Тут можна навести приклад із далеких 1990-х років (1998-1999рр.), коли АППБ «Аваль» зобов'язався сплачувати на залишок по рахунках митниці облікову ставку НБУ. Коли банк підписував відповідні угоди у 1997р., умови були ринковими (ставка коливалась у межах 17-19%). Але влітку 1998р. ставку підняли аж до 82%, при тому, що ринкові ставки за депозитами юридичних осіб коливались у межах 35-45%. Звісно, тут є провина банку, який невірно обрав контрактний індикатор, і замість середньої індикативної ставки на ринку обрав ставку, яка є ключовим інструментом монетарної політики і впливає на вартість рефінансування банків та розміщення ними у НБУ надлишкової ліквідності. Втім, маніпуляції з обліковою ставкою та операції по зв'язуванню НБУ грошової маси можуть досить сильно впливати на відсоткові ризики як банків, так і звичайних учасників ринку.

По-друге, на жаль, в Україні зовсім відсутній ринковий механізм контролю за всіма 4-ма типами фінансових ризиків. НБУ вперше за 25 років незалежності тільки заявив про наміри зробити репрофайлінг держборгу Мінфіну, оформленого ОВДП, та зацікавити наш Мінфін у низькій інфляції. Наразі реакція Мінфіну невідома. Зі всіх трьох ринків фінансових деривативів в Україні працює тільки один – валютний, але і він пригнічений валютними обмеженнями та доволі жорсткими рамками з боку НБУ, і головне – валютні деривативи залишаються тривалий час недоступними для учасників ринку, які не мають банківської ліцензії. Оскільки при контролі ризиків в Україні відсутня будь-яка ринкова подушка, яка б за рахунок приватного капіталу, залученого на ринки деривативів, підвищувала ефективність контролю цих ризиків з боку держави, то і результативність спроб контролю цих ризиків на нашому ринку буде суттєво нижчою ніж у США, Японії та країнах ЄС.

По-третє, ситуація з виводом із банківської системи токсичних активів в Україні залишена без особливого контролю. Так, можна вважати, що при націоналізації ПриватБанку токсичні активи банку були замінені на ОВДП. Але, будемо відверті, добра частина цих токсичних активів у ПриватБанку з'явилась не через економічну кризу, а тому, що так було задумано істеблішментом банку. Тобто плече регулятора, чи то у формі програм

виводу токсичних активів (як у США), чи то у формі «Банку поганих активів» (як у деяких країнах ЄС) відсутнє – фактично цей напрямок перекриває «націоналізація», яка не може бути повним аналогом взаємодії центрального банку з ринком з приводу ослаблення негативного тиску токсичних активів на якість кредитних портфелів банків.

6. Цільова робота з окремими видами ризиків

Відверто – в Україні ніколи не було комплексної системи контролю фінансових ризиків. Різні голови НБУ у різних своїх каденціях спробували підняти той чи інший пласт проблем, але жоден з них не ставив на меті створити комплексну систему контролю ризиків та раннього запобігання розгортанню кризових явищ. Пан Стельмах В.С. намагався через контроль над валютним ризиком забезпечити стабільність системи. Те ж саме робив і Арбузов С.Г., але він ще дотепно спробував створити «Банк поганих активів». Для пані Гонтаревої В.О. є любою тема інфляційного таргетування, але якраз вона зіштовхнулася не стільки з інфляційними ризиками, пік яких приходився на каденцію Юценка В.А., а з тотальним проявом негативного впливу на економіку кредитного ризику.

Втім, якщо розгортання кризових явищ має ЦИКЛІЧНУ природу, а сама криза розгорається по спіральному принципу, то без комплексної системи контролю фінансових ризиків, коли у ЦБ на кожну проблему з ринку є адекватна відповідь, просто неможливо обійтись. Без комплексного вирішення проблеми контролю ризиків забезпечити якісну роботу Центрального банку зі зниження ймовірності криз буде просто неможливо. Трагедія українського експертного товариства у ангажованості, коли воно хоче швидко прислужитись комусь із владних структур або претендентів, і тому насправді глибокого аналізу систем контролю ризиків не відбувається. Саме тому кожний голова НБУ, коли за свою каденцію потрапляв у кризову ситуацію, виглядав як «царський генерал, який готувався до минулої війни». Відповідну практику потрібно знищити. Мої пропозиції полягають у одночасній цільовій роботі за всіма чотирма видами фінансових ризиків та у перекладанні частини очікувань зі стимулювання економічного зростання з монетарного блоку на фінансовий та на блок, відповідальний за просування товарів і послуг України на зовнішніх ринках. На мою думку, напрямки цільової роботи повинні бути наступними:

1. Відправною точкою повинна стати розбудова організованих ринків фінансових деривативів: кредитні, процентні та валютні деривативи повинні з'явитись на вітчизняних біржах у обсягах, які потрібні учасникам ринку. Без відповідної ринкової подушки ефекту від подальших дій не буде або вони будуть мінімальними.

2. Країна має визначитись, яка модель роботи з токсичними активами нам підходить. Цікаво, скільки ще потрібно вибити вікон та дверей валютним позичальникам у профільному комітеті парламенту або НБУ, щоб нарешті всі зацікавлені сторони зрозуміли, що «Банк поганих активів» або «програма виводу токсичних активів» потрібні Україні – як запобіжник впливу ринкового кредитного ризику на здоров'я банківської системи.

3. Інфляційному таргетуванню та контролю за інфляцією в Україні бути. Протівники інфляційного таргетування ще раз повинні подивитись на динаміку середньої з/п, яка скоригована на індекс цін, та визнати, що навіть невеликий інфляційний удар 2015р. вбиває платоспроможний попит з боку споживача (діаграма вище «*Номінальна та скоригована середня зарплата*»), і від цього удару Україна не оговталась і до березня 2017р. Втім, потрібно переходити до «розумного інфляційного таргетування». В Україні досить високий вплив монополій на учасників ринку і жорстке таргетування інфляції через монетарні інструменти призводить до того, що на тих ринках, де є конкуренція, ціни не зростають, а там, де ціни диктують монополії, ціни зростають, і це призводить до збільшення частки витрат населення на товари та послуги від монополій. Біда у тому, що відповідні монополії здебільшого контролюють ті сфери, послуги від яких сприймаються населенням як податки, зокрема у вигляді комунальних платежів. На мою думку, ефективне для економіки таргетування можливе лише при замороженні цін монополій або ефективній роботі АМКУ. В іншому випадку таргетування на класичних рецептах просто знижує потенціал платоспроможного попиту населення та призводить до зростання його невдоволення.

Номінальна середня з/п та співвідношення номінальної середньої з/п до середнього рахунку за комунальні послуги*



* - включає використання 150 Кв/г електроенергії

Для прикладу розглянемо дані діаграми «*Номінальна середня з/п та співвідношення номінальної середньої з/п до середнього рахунку за комунальні послуги*». Через зростання комунальних тарифів більшими темпами ніж з/п, це співвідношення зростає. Як результат, у населення залишається менше коштів для купівлі потрібних йому товарів та послуг. Звісно, це б'є не по таким монополіям як, наприклад, ДП «Укрзалізниця» або НАК «Нафтогаз», а по приватним компаніям, які скорочують доходи, у яких падає зайнятість, і які якраз мають вищу ефективність роботи ніж державні монополії. На місці політиків, які готуються до виборів, я б зацікавився саме впливом інфляційного таргетування на витрати населення на ринках з високою часткою монополій у сфері послуг.

4. Розбудова системи рефінансування та підвищення впливу НБУ на ринкові кредитні ставки. Станом на 14.04.2017р. облікова ставка НБУ складала 13%, але, за даними «Простобізнесконсалтинг», ефективна

ставка за роздрібними кредитами коливалась у діапазоні від 40 до 95% річних. Єдина можливість знижити таку практику – це забезпечити високий рівень прав кредиторів. Банки хочуть отримувати за кредит від 40 до 95% річних не через жадібність, а через високий відсоток проблемних позик. Тобто при наявності високого ризику перетворення на проблему, маржа між ефективною кредитною ставкою банку та ставкою рефінансування повинна перекривати втрати банку від кредитів, які не обслуговуються.

5. А от політику НБУ в рамках гнучкого курсу гривні можна вважати цілком задовільною, хоча така тактика та стратегія на валютному ринку повинна бути оздоблена ринком валютних деривативів. Більше того, цю політику можна вважати більш менш зразковою з позицій впливу на економіку, але у 2014-2015рр. вона не була такою.

6. Дебати про компенсації ставок за кредитами з державного бюджету або про продуктивну емісію потрібно припинити. Крім негативного інформаційного фону для іноземних інвесторів та МВФ ці дебати Україні нічого не несуть. Країна, яка зайняла перше місце за рівнем корупції за версією глобального рейтингу *E&Y*, не може розраховувати на ефективний вплив на економічне зростання через збільшення державних витрат. Вертикаль економічної влади в Україні повинна нарешті включити стимулювання через зниження податкового тиску та пожвавлення торговельних відносин з іншими країнами.

Існуючі в світі тенденції щодо використання фіскального стимулювання дають Україні право розглядати цю стратегію стимулювання в якості основної, але за умови повного контролю над фінансовими ризиками. Наразі нагадаю, що президент США Д.Трамپ має власну програму зниження податкового тиску на американців. І хоча програма тільки починається і результати від неї обговорювати ще зарано, попередні розрахунки свідчать, що тільки американські банки зекономлять на податках більше \$100 млрд., велика частина яких піде на інвестиції.

Україні ж варто згадати результати податкового експерименту у гірничо-металургійній галузі у кінці 1990-х років. Логічніше залишати кошти тим, хто їх заробив, за умови якщо вони їх інвестують у бізнес знову, ніж віднімати ці кошти через податки до бюджету, а потім через корупційний механізм перерозподіляти їх через банківські кредити із низькими ставками.

Так само епопея з мораторієм на експорт лісу показала, що ЄС – це складний торговельний партнер, з яким слід домовлятися та торгуватися. На жаль, комерційна частина угоди про асоціацію з ЄС має бути доопрацьована, і в ній мають бути враховані інтереси України з розширенням квот, що також буде впливати на експорт та економічне зростання.

На жаль в Україні відсутній орган, який би вирішував, у якій мірі для економічного стимулювання слід задіяти монетарну, фіскальну або торговельну політику, проте є дуже багато бажаючих стимулювати економічне зростання тільки за рахунок монетарної політики, зовсім забуваючи про необхідність контролю фінансових ризиків – основної умови економічної безпеки будь-якої держави.

Передчуття валютної війни

Олександр Шаров,

головний науковий співробітник

ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України»

Історичний досвід

Перша хвиля сучасної («модерної») глобалізації прийшлася на другу половину XIX сторіччя, яка була відзначена небувалим розвитком міжнародної торгівлі, трансконтинентальних комунікацій та універсальних грошей у формі «золотого стандарту». Здавалося б, після Першої світової війни глобалізація повинна була легко «набрати оберти», оскільки основні шляхи та механізми цього процесу були вже відомі та освоєні. Але швидкого відновлення міжнародної економічної системи після Першої світової війни не вдалося досягти, тому що більше не було міжбанківського співробітництва, центр грошово-кредитної системи змістився у бік США, в той час як торгова система як і раніше була зосереджена на Великобританії, а з міркувань внутрішньої політики не можна було більше терпіти політики дефляції, якої дотримувалася довоєнна грошова система¹⁴⁶. Професор К.Стрікверда дає ще коротше пояснення: «Дві основні причини, які допомагають відповісти, чому глобалізація не повернулася: торгівля і фінанси»¹⁴⁷. Йдеться про те, що загальна тенденція до автаркії виявилася найбільшою спадщиною Першої світової війни у галузі політико-економічних відносин. Зростання тарифів та квот і зниження рівня економічних зв'язків між країнами протидіяли розвитку міжнародної торгівлі та перетворенню її на двигун економічного зростання.

З безпосередньо торговими проблемами тісно пов'язані питання валютного обслуговування економічного обігу. Після Першої світової війни провідні країни світу намагалися повернутися до системи золотого стандарту, який свого часу сприяв величезному зростанню міжнародної торгівлі. Але об'єктивні обставини дозволяли зробити це лише в обмеженій формі золото-злиткового або золото-девизного стандарту, що неминуче призводило до інфляції. Внаслідок цього вартість (курс) деяких валют виявився завищеним (переоціненим), а інших – заниженим (недооціненим). Золоті запаси в той час сконцентрувалися в Сполучених Штатах Америки, що призвело до підвищення курсу долара по відношенню до інших валют від 10% до 90%. Валютні протиріччя поступово переросли у валютну війну між британським фунтом та американським доларом, перемогу в якій здобув останній.

Невдовзі світова економіка увійшла в небачену до того часу кризу (Велику Депресію), що не тільки не сприяло поверненню до політики економічної лібералізації, але й підштовхнуло уряди багатьох країн вдатися до політики економічного націоналізму з його принципом «разори свого сусіда» (*beggar-thy-neighbour*). А між тим, ще А.Сміт попереджав, що «примхливе марносластво королів і міністрів не було протягом

¹⁴⁶ Eichengreen B. Globalizing Capital: A History of the International Monetary System. – Princeton, 2008, 280p.

¹⁴⁷ Strikwerda C. The First World War in the History of Globalization. – <https://www.etaoin.edu/offices/president/2014-11-14-WW1-Globalization.pdf>.

нинішнього і минулого століть більш фатальним для спокою Європи, ніж зарозуміле змагання купців і промисловців»¹⁴⁸. Власне все відбулося так, як попереджав А.Сміт та французький економіст XIX сторіччя Фредерік Бастіа, який доречно зауважив: «Якщо кордон не перетинають товари, його неодмінно перетнуть війська» («*Quand les marchandises ne traversent pas les frontières, les armées le font*»). Як відомо, глобалізація знову була перервана глобальною (світовою) війною, яка, з економічної точки зору, була спровокована неефективністю протекціоністських засобів боротьби з міжнародною конкуренцією. По суті, було підтверджено наявність певного логічного зв'язку між схильністю до протекціонізму та «економічного націоналізму», виникненням «торговельних» та «валютних» воєн та їхнім переростанням у глобальне військове протистояння та світову війну. Тобто **торговельні та валютні війни з великою ймовірністю призводять до повномасштабної війни.**

Після Другої світової війни держави-переможці (за винятком, СРСР), враховуючи суворі уроки недавнього минулого доклали великих зусиль для скорішого відновлення ліберальних умов міжнародної торгівлі. Глобалізація в епоху після Другої світової війни була обумовлена багатосторонніми торговими переговорами, що призвели до низки угод про скасування обмежень на «вільну торгівлю». Генеральна угода щодо торгівлі та тарифів (*GATT*), підписана у 1947р., ще майже півсторіччя діяла на умовах, так би мовити, «тимчасово виконуючої обов'язки» Міжнародної торговельної організації, необхідність створення якої була проголошена Гаванською хартією (1948р.), але так і не реалізована, аж доки у 1995р. нарешті було засновано Світову організацію торгівлі (*COT*). Протягом другої половини XX сторіччя це призводило до значного зниження загрози торговельної війни. В той час як глобальний мир обумовлювався наявністю ядерної зброї і загрози «знищення у відповідь» (*second strike ability*), «торговий мир» забезпечувався інститутами міжнародного економічного порядку, а «валютний мир» – спільно «міжнародним порядком» та величезною фінансовою перевагою США.

Як зауважив перший голова МВФ К.Гютт, типовими функціями курсів валют усіх країн були сприяння зростанню експорту та стримання імпорту шляхом обмеження його рамками платіжних можливостей країни¹⁴⁹, що власне і призводило до зіткнення інтересів та валютної війни. З метою усунення таких ризиків МВФ й наполягав на системі базових паритетів, використання яких обмежувало «військові дії» у валютній царині. Щодо США, то активна (або з точки зору деяких політиків – експансіоністська) міжнародна політика цієї країни призвела до явного зловживання тими можливостями фінансування дефіциту свого платіжного балансу, які надавала Бреттон-Вудська система. В результаті цього, післявоєнна нестача міжнародних ліквідних засобів платежу, або т.зв. «доларовий голод» («*dollar gap*»), змінилася в 1960-ті роки на величезний її надлишок, або «доларове пересичення» («*dollar glut*»). Так виникла

¹⁴⁸ Smith A. An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations. – http://www.ifaarchive.com/pdf/smith_-_an_inquiry_into_the_nature_and_causes_of_the_wealth_of_nations_%5B1%5D.pdf.

¹⁴⁹ Цит. за: Гилберт М. В поисках единой валютной системы. – М.: Прогресс, 1984.

відома «дилема Трифіна»^{*} – своєрідна міна уповільненої дії під світовою валютною системою. І хоча ця проблема існує вже не одне десятиріччя, «нові резервні валюти, незважаючи на досягнуті рубежі, не змогли скласти долару переконливої конкуренції, похитнути його статус головних світових грошей сучасного капіталізму»¹⁵⁰.

У 1960-ті роки основою світової економіки були Сполучені Штати, а периферією – Європа та Японія, а багато країн, що розвиваються, взагалі ще не були повністю інтегровані в міжнародну економічну систему. Економіка Сполучених Штатів Америки і зараз зберігає роль «ядра», яке продовжує розвиватися не за загальними правилами, а використовуючи своє особливе місце у світовій економічній системі. Втім, подальший розвиток та поширення глобалізації призвело до появи нової периферії у вигляді новостворених ринків низки країн Азії та Латинської Америки.

Таким чином, сучасна «периферія» набагато чисельніша та гетерогенна. Зокрема, навіть у 1960-ті роки Західна Європа знаходилась на більш високому рівні координації своїх дій та загальноекономічної інтеграції, аніж азійські країни сьогодні, що безпосередньо впливає на їх здатність «колективної відповіді» на виклики, ініційовані «ядром» глобальної економіки. Що стосується інших промислово розвинутих країн (скажімо, країн-членів ОЕСР) і, перш за все, країн Європейського Союзу, то вони створюють свого роду «оболонку ядра» з «внутрішньою» та «зовнішньою мембранами» (відповідно, «старі» та «нові» члени Союзу) або, як називає їх Б.Ейхенгрін, «третього блоку», який не має ані можливостей для наздоганяючого розвитку (як новостворені ринки), ані привілеїв країни з резервною валютою. Адже «Сполучені Штати можуть продовжувати нарощування дефіциту поточного рахунку платіжного балансу тому, що новостворені ринки Азії та Латинської Америки щасливі накопичувати долари. Не має жодної причини, чому б долар повинен був падати в подальшому, поки не має потреби врегулювання платіжного балансу».¹⁵¹

В цьому контексті інколи висловлюються думки про те, що насправді США знаходяться у залежності від основних утримувачів доларових резервів (перш за все, Китаю), які теоретично можуть виставити їх до сплати (оскільки, головним чином, вони утримуються в формі державних облігацій) і це спровокує повний крах долару, адже «остаточний крах

^{*} Американський вчений-економіст Р.Трифін, виступаючи у конгресі США у 1960р., так пояснив фундаментальну проблему світової валютної системи: «З одного боку, якщо Сполученні Штати припинять фінансування дефіциту свого платіжного балансу [доларами], то міжнародна спільнота втратить найбільше джерело додаткових резервів. Нестача ліквідності, яка виникне в результаті цього, зіштовхне світову економіку в стискальну спіраль, яка веде до нестабільності. З іншого боку, якщо дефіцит [платіжного балансу] США продовжуватиме збільшуватися, постійний потік доларів продовжуватиме підтримувати зростання світової економіки. Однак, непомірний дефіцит («доларове пересичення») руйнуватиме довіру до вартості долара США. А без довіри до долара, він не буде прийматися у якості світової резервної валюти. Система фіксованих валютних курсів розвалиться, що призведе до нестабільності» (Див.: Triffin R. *Gold and the Dollar Crisis*, New Haven CT, 1960).

¹⁵⁰ Борисов С.М. Золото в економіке сучасного капіталізму. – М.: Финансы и статистика, 1984, 478 с.

¹⁵¹ Eichengreen B. *Global Imbalances and the Lesson of Bretton Woods*. // National Bureau of Economic research, May 2004. Working Paper 10497, 39p.

валютної системи, яка базується на доларі, є логічним наслідком ситуації, в якій обтяжений боргами долар не зможе вже довше трактуватися як підпора»¹⁵². У зв'язку з такою загрозою частіше за усе згадують власне відносини між США та КНР.

Але останнім часом увагу привертають також відносини Сполучених Штатів з Європейським Союзом. Адже саме країни ЄС суттєво змінили ситуацію у валютно-фінансових відносинах, створивши колективну валюту євро, яка може розглядатися (хоча і з певними застереженнями) як реальна альтернатива долару у майбутньому – що мали достатньо великі шанси на успіх у разі потенційно невиключеного приєднання до єврозони Великої Британії. Значною мірою це залежатиме від готовності центральних банків продовжувати утримання значної частини своїх валютних резервів в американській валюті. І якщо півсторіччя тому (в роки появи «дилеми Трифіна») така готовність певною мірою обумовлювалася хоча б формальним обов'язком конвертації долара в золото та підтримкою офіційної ціни «жовтого металу», то зараз перспективи підтримки «зовнішньої вартості» долара обумовлюються лише політичними інтересами, що робить усю міжнародну валютну систему менш прогнозованою та стійкою.

Загальну ситуацію загострює лібералізація контролю за рухом міжнародного капіталу, що ускладнює (або, навіть, унеможлиблює) відстеження та вплив на приватні трансфери капіталу, які суттєво впливають на валютні курси (в т.ч. спекулятивні атаки). Останнім часом, щоправда, центральні банки та інші органи фінансового контролю намагаються дещо виправити таку ситуацію (зокрема, шляхом налагодження контролю за сумнівними операціями або рухом капіталу через офшорні юрисдикції), але це вимагає надзвичайних зусиль та коштів. З іншого боку, лібералізація внутрішнього руху капіталів також помітно змінила економічні умови: тепер утримання низького валютного курсу та високих процентних ставок ще не гарантує припливу інвестицій саме в сектор виробництва експортної продукції (*traded goods*). Реальною альтернативою стає приплив капіталу, скажімо, в сектор нерухомості, що може призвести до спекулятивного зростання цін та виникнення «фінансової бульбашки».

Знаряддя валютної війни

У якості **специфічних знарядь валютної війни виступає** застосування різних валютних операцій та інструментів, маючи на увазі, що для досягнення цілей валютної війни застосовуються й знаряддя з «арсеналу» інших галузей економіки та політики: торгові обмеження, дипломатичні демарші, митні процедури, податкові перевірки тощо – які в цілому складають **«механізми валютної війни»**.

У березні 2009р. Дж.Рікардс – відомий американський фахівець з фінансового права та конкурентної розвідки (*market intelligence*) – на симпозіумі в Університеті Джона Хопкінса заявив, що долару загрожує неминуха гіперінфляція, оскільки він виявився вразливим до атак з боку іноземних урядів внаслідок накопичення золотих запасів та проектів

¹⁵² Song Hongbing. *Wojna o pieniądź*. – Koblizyce: Wektory, 2011, 321s.

створення нової глобальної валюти.¹⁵³ У якості зловмисників згадувалися росіяни, китайці та арабські шейхи. Зрештою з'ясувалося, що це скоріше «першоквітневий жарт», але підозра, особливо щодо «ісламського джихаду проти долара», все ж таки залишилася. Певним наслідком таких звинувачень стало запрошення Дж.Рікардса до участі у «штабній грі», яку проводило Стратегічне командування Пентагону (*Stratcom*). У якості спеціаліста по використанню валютних резервів та створенню т.зв. «фондів національного багатства» він роз'яснював, як можуть стати «фінансовою зброєю» такі інструменти, як «забігання наперед» або «угоди на хвості» (*front running* та *tailgating*), інсайдерська інформація або маніпуляційні фіктивні угоди (*painting the tape*)¹⁵⁴.

Не залишилися байдужими до питань валютної війни та фінансової зброї і в інших поважних установах: у жовтні 2012р. ці аспекти розглядалися зразу в трьох інституціях: в Федерації американських вчених (в процесі моделювання конфлікту між Ізраїлем та Іраном), в транснаціональній корпорації «Боїнг» та в Національному університеті оборони. Крім того, аналогічними питаннями задавалися також в Бахрейні¹⁵⁵, а в Швейцарії армія у серпні 2013р. провела фінансову «штабну гру» в рамках навчань *Duplex-Barbara* – виходячи з ініціативного сценарію повного краху євро¹⁵⁶.

Втім, серед технічних засобів «валютної війни» найбільш потужним, мабуть, є позбавлення можливості використання сучасної системи міжнародних валютних розрахунків – *SWIFT*, за допомогою якої здійснюється 5 млрд. операцій щорічно і трильйони доларів перераховуються між більш ніж 10 тисячами банків та фінансових компаній у всьому світі і яка дійсно, як зазначають деякі експерти, є потужною «потенціальною зброєю гібридної війни»¹⁵⁷. Наприкінці лютого 2016р. центральний банк Бангладеш раптом виявив зникнення \$81 млн. зі своїх валютних резервів, не зафіксоване «цифровими реєстрами» ані *SWIFT*, ані самого ЦБ. Як з'ясувалося, взагалі то «диверсанти» планували вкрати \$1 млрд., але таємна транзакція була вчасно блокована Федеральним резервним банком Нью-Йорку¹⁵⁸. Пізніше частину вкрадених коштів (в сумі \$15 млн.) вдалося знайти на Філіппінах та повернути законному власнику. Але інші банки, які стали жертвами таких атак – в

¹⁵³ Javers E. A sneak attack on the U.S. dollar? –

<http://www.politico.com/story/2009/04/a-sneak-attack-on-the-us-dollar-020723>.

¹⁵⁴ Rickards J. Currency Wars: the making of the next global crisis – N.Y., 2012, 296p.

¹⁵⁵ Rickards J. The Death of Money: The coming collapse of the International Monetary System – N.Y., 2014, 356p.

¹⁵⁶ Opération Duplex-Barbara: quand la France en miettes envahit la Suisse. – URL:<http://www.jolpress.com/operation-duplex-barbara-suisse-france-saonia-invasion-bld-article-822033.html>.

Абревіатура від повної назви «*Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunications*» – «Товариство світових міжбанківських фінансових каналів зв'язку». При тому, що саме слово «*swift*» англійською означає «швидко» і натякає на відповідну якість послуг.

¹⁵⁷ Katasonov V. The SWIFT System: A Potential Weapon in the Hybrid War. – <http://www.strategic-culture.org/news/2016/05/03/the-swift-system-potential-weapon-hybrid-war.html>.

¹⁵⁸ Bangladesh Bank official's computer was hacked to carry out \$81 million heist. – <http://www.reuters.com/article/us-cyber-heist-philippines-idUSKCN0YA0CH>.

Еквадорі, В'єтнамі та на Філіппінах, – таки залишилися без мільярдів доларів¹⁵⁹.

Але більш відомі приклади використання цієї платіжної системи з метою «примушення до миру», тобто у вигляді економічних санкцій. Зокрема, у 2012р. у відповідності до Європейського законодавства (а штаб-квартира *SWIFT* знаходиться в Брюсселі) від системи розрахунків були відключені 14 комерційних банків Ірану, який на той момент знаходився під санкціями США та ЄС. Оцінка ефективності такого заходу базується, головним чином, на тому, що в процесі врегулювання ситуації, Тегеран наполягав на скасуванні в першу чергу саме цієї заборони. (Хоча на практиці, іранські банки вирішували проблему здійснення міжнародних розрахунків, орендуючи закриті телефоні та телексні лінії партнерів з Дубаї, Туреччини та Китаю¹⁶⁰). Лише на початку 2016р. ЄС скасував санкції у вигляді відключення іранських банків від системи *SWIFT*.

Як відомо, можливість відключення російських банків від системи *SWIFT* розглядалася також у якості одного з додаткових заходів «тиску» на РФ у зв'язку з її агресією проти України. Звісно, вплив такої санкції на економічний стан Росії може бути значно більшим, аніж у випадку з Іраном, оскільки користувачами системи є значно більша кількість банків (більш ніж 600), і за експертними оцінками, до 90% банківських операцій російських банків пов'язані з транскордонними перерахуваннями коштів¹⁶¹. Ці трансакції здійснюються за допомогою не тільки системи *SWIFT*, але у разі відповідного рішення доступ був би закритий і до інших систем – американської *Fedwire* та системи Європейського центрального банку *Target 2*.

Водночас, необхідно реалістично дивитись на речі і не перебільшувати очікування від використання такого заходу проти Росії. По-перше, російські банки, як і іранські, зможуть скористатися каналами «традиційного», старого, повільного, але все ж прийнятного міжбанківського зв'язку. Зрозуміло, що не йдеться про використання телексів з усіма тисячами банків-кореспондентів. Достатньо буде налагодити такі перекази з російськими банками за кордоном (такими, як Московський народний банк в Лондоні або Ейробанк – у Парижі), а вони вже, будучи резидентами Англії чи Франції, за допомогою системи *SWIFT* «розкидатимуть» їх по всьому світу. Можуть бути використані для цього і деякі банки з країн, які не підтримують ідею додаткових санкцій проти Росії. По-друге, слід мати на увазі намагання росіян вже зараз створити альтернативну систему міжнародних розрахунків (самостійно або спільно з Китаєм). Зокрема, з грудня 2014р. на базі ЦБ функціонує національна система передачі фінансової інформації в форматах *SWIFT*. Крім того, з російським найбільшим торговельно-економічним партнером – Китаєм – опрацьовується можливість створення системи міжбанківських розрахунків між країнами за аналогією зі *SWIFT*. І хоча експерти оцінюють перспективи цього проекту досить скептично, але це може дещо пом'якшити ефект від заборони доступу до *SWIFT* для російських банків (особливо, якщо заборона стосуватиметься не всіх банків). Але

¹⁵⁹ SWIFT Hack: Bangladesh Bank Recovers \$15 Million from a Philippines Casino. – http://thehackernews.com/2016/11/bangladesh-swift-hack-casino_9.html.

¹⁶⁰ The pros and cons of a SWIFT response// The Economist, Nov.22, 2014.

¹⁶¹ The pros and cons of a SWIFT response// The Economist, Nov.22, 2014.

найбільш слабким місцем такої санкції буде те, що уповільнення розрахунків (скажемо, з 1-3 до 5-7 днів) не матиме критичного значення для російського бізнесу (адже хоча уповільнення платежів і завдасть певних збитків, але не настільки значних, які виникають у торговців фінансовими деривативами, – серед яких росіяни складають незначну меншість, – для яких саме можливість «гри» на курсовій різниці між основними фінансовими центрами світу має велике значення).

Не можна залишити поза увагою і проблеми, які в такому випадку виникатимуть в країнах Заходу. Насамперед це стосуватиметься найбільших торговельних партнерів Росії, таких як Німеччина та Італія, компанії яких також страждатимуть від ускладнення розрахунків з російськими контрагентами. Інша проблема полягатиме в тому, що повторне використання *SWIFT* для економічних санкцій може підірвати довіру до цієї системи, що негативно відобразиться не тільки на її прибутках, але і на можливості її використання для відстеження потоків сумнівних операцій, в т.ч. фінансування терористичної діяльності (чим активно займаються спецслужби США та країн ЄС).

Це все не означає, що санкція у вигляді заборони доступу російських банків до системи *SWIFT* не повинна бути застосована. Це означає, що необхідно, *по-перше*, розуміти її обмежений (хоча і доволі значний) вплив, а *по-друге*, мати на увазі можливість використання ще більш жорстких фінансових санкцій. Зокрема, можна згадати можливість віднесення російських банків до числа «напрямую пов'язаних з відмиванням брудних грошей» (*«primary money-laundering concerns»*), що у відповідності з т.зв. *Patriot Act* (Законом про посилення боротьби з тероризмом), вимагатиме припинення операцій з ними не тільки з боку резидентів США, а і з використанням американської валюти. (Саме відчуття такої загрози і примушує російську владу останнім часом посилено нав'язувати іноземним партнерам розрахунки в російських рублях.)

Інший варіант, який власне використовується зараз, полягає у відмові від включення російського рубля до переліку валют, в яких здійснюються «безперервні зв'язані розрахунки» (*Continuous Linked Settlements – CLS*) між центральними та транснаціональними банками через *CLS International Bank* – банківську установу, створену за законодавством США про т.зв. *Edge Corporations* (тобто з правом обслуговування міжнародних операцій лише нерезидентів), нагляд за якою здійснюється Федеральним Резервним банком Нью-Йорку. Ще влітку 2014р. *CLS International Bank* відкрив у Банку Росії кореспондентський рахунок в рублях, маючи на увазі можливість включення рубля до механізму міжнародних розрахунків вже наступного року. Але восени 2014р. у зв'язку з запровадженням пакету міжнародних санкцій проти Росії ці плани було обкладено на невизначений строк¹⁶².

Одним зі специфічних «знарядь валютної війни» можна вважати також практику множини валютних курсів (*multiple currency practice*), коли в країні вводяться різні курси національної валюти для різних операцій або

¹⁶² Метелица Е. Не до рубля. Санкции отсрочили включения рубля в число валют CLS. – <http://www.rbc.ru/newspaper/2014/09/22/56bdb49e9a7947299f72c908>.

груп економічних агентів. Класичним прикладом такого підходу, на нашу думку, була практика Південно-Африканської республіки, в якій, за часів апартеїду, існувала досить жорстка система валютного контролю. У зв'язку з цим, в країні створилася дворівнева система валютного курсу: одного – для поточних операцій («комерційний ранд»), іншого – для операцій з капіталом («фінансовий ранд»). Останній був по суті валютою для іноземних інвесторів, оскільки являв собою утримувані на спеціальних рахунках фонди, які створювалися в результаті продажу або викупу (погашення) цінних паперів, що належали нерезидентам.

Таким чином, будь-який новий, потенційний іноземний інвестор спочатку повинен був придбати «фінансові ранди» в іншого іноземного інвестора, який бажав дизінвестувати свої кошти з ПАР. «Фінансовий ранд» котирувався з певним дисконтом по відношенню до звичайного (або «комерційного») ранду. Але така система, створена для захисту від негативного впливу політичних заворушень та економічних катаклізмів і спрямована проти валютних спекулянтів, насправді, ніколи не давала бажаних результатів і сприяла тільки збільшенню спекулятивних доходів, що отримувалися т.зв. «валютними контрабандистами» (*currency smugglers*), які грали на різниці між фінансовим та комерційним рандом, здійснюючи необхідні нерезиденту конвертаційні операції («*round tripping*»). Оскільки такі операції викликали додатковий попит на «комерційний ранд», його курс штучно підвищувався, що, в свою чергу, негативно впливало на розвиток експорту і навпаки сприяло нарощуванню імпорту, з яким не могли конкурувати національні товаровиробники. Незважаючи на це, з певними перервами, дворівнева валютна система проіснувала в ПАР до кінця режиму апартеїду (1994р.). Використання такої практики завжди критикувалося Міжнародним валютним фондом (членом якого ПАР стала ще у 1945р.).

У якості практики множини курсів МВФ (яка заборонена третім пунктом статті VIII Угоди щодо МВФ) Фонд розглядає будь-які дії фіскальних або інших державних органів, які викликають розбіжність між курсами придбання та продажу валют, більш ніж у 2%. Крім того, до цього ж поняття відносяться будь-які адміністративні втручання, які призводять до того, що курс національної валюти щодо валюти іншої країни-члена МВФ починає відрізнятися (по середній точці) більш, ніж на 1% від курсу цих валют, який існує на їх основному ринку. При цьому, для того, щоб бути визнаним у якості порушення існуючих правил МВФ, такий стан повинен зберігатися щонайменше протягом тижня.

З метою аналізу усі випадки практики множини валютних курсів розподіляються за чотирма категоріями: 1) система подвійного або множинного ринку для широкого кола зовнішньоторговельних угод; 2) окремі валютні курси для різного виду угод; 3) податки (або субсидії), які сплачуються монетарним та фіскальним органам з суми певних валютних операцій; 4) надмірний розрив (маржа) між курсами купівлі та продажу валюти.

Україна також вже має досвід відносин з МВФ стосовно практики множини курсів, після того, як у серпні 1993р. за наполяганням уряду Національний банк України ввів систему адміністративного фіксування курсу карбованця для операцій по купівлі-продажу частини валютних надходжень, які підлягали обов'язковому продажу (50% надходжень)

через т.зв. Тендерний Комітет. Таким чином, в країні було створено систему подвійного або множинного ринку для широкого кола зовнішньоторговельних угод (категорія 1 практики множини курсів). На той час, однак, Україна ще не ратифікувала умови статті VIII Угоди щодо МВФ (це було зроблено лише у вересні 1996р.), хоча формально все одно повинна була б попередньо проконсультуватися з Фондом. Наслідком такого порушення стала затримка у наданні Україні кредиту в розмірі \$700 млн., на які вона могла розраховувати у відповідності до програми «системної допомоги перетворенням» (*STF – Systematic Transformation Facilities*).

Введення 15% податку на продаж готівкової іноземної валюти для окремих груп фізичних осіб (яке нещодавно пропонувалося для затвердження Верховною Радою України і від якого його автори, здається, не бажають остаточно відмовитися) може бути розцінено як практика множини курсів зразу за двома категоріями: 3 – «Податки з суми певних валютних операцій» та 4 – «Надмірний розрив між курсами купівлі та продажу валюти» (оскільки податок деформуватиме ринковий курс лише на продаж іноземної валюти, збільшуючи між курсову маржу на 15%). Таким чином, Україна може «підірватися на старій міні» часів валютних війн минулого сторіччя, які почали втихати ще років сорок тому (внаслідок взаємних поступок, зафіксованих у т.зв. «Смітсонівській угоді» 1971р. та Згоді «Плаза» («*Plaza Accord*») 1985р.). А з масовим переходом до використання системи ринкових, вільно плаваючих курсів та відмовою від відповідальності центральних банків за їх регулювання практика використання валютно-курсової політики з метою отримання експортних переваг «валютні війни» взагалі на певний час припинилася.***

Проблема рівноваги платіжних балансів

Стандартний аналіз, що базується на математичному розрахунку капіталізації фінансових (боргових) потоків, засвідчує, що існуюча модель глобальних дисбалансів є нестійкою¹⁶³. Розрахункова заборгованість, яка виникає внаслідок обслуговування дефіциту поточного рахунку в розмірі 7,5% ВВП країни, економіка якої номінально зростає на 5% (3%

*** Слід однак згадати, що в цей час продовжувалися спекулятивні атаки на окремі національні валюти (зокрема, спекуляція хеджфонду *Quantum* Дж. Сороса проти британського фунту, японської йени тощо), які можна класифікувати як «партизанські валютні війни». Хоча, найбільша валютна війна минулого сторіччя, з нашої точки зору, відбулася в його остатній декаді. Але стосувалася вона не конкурентної боротьби між ринковими («капіталістичними») економіками, а розподілу єдиного валютного простору між колишніми республіками СРСР. Часткова ця боротьба вже розглядалася нами (A.Sharov «Independent Ukraine's Currency Policy: a Decade of Successes and Failure» – In: *Transition: visions and reality* / Paszynski T. (ed.). – Academy of Entrepreneurship and Management, 2001). Втім, ця тема заслуговує на окреме дослідження і тому ми лише підкреслимо велике значення, яке її ведення та наслідки мають для сучасної грошово-валютної системи України.

¹⁶³ Див.: Roubini N., Setser B. «The US as a Net Debtor: The Sustainability of the US External Imbalances». – <http://people.stern.nyu.edu/nroubini/papers/Roubini-Setser-US-External-Imbalances.pdf>.

реального зростання плюс 2% інфляції) передбачає можливість відношення чистого зовнішнього боргу до ВВП на рівні 150%¹⁶⁴.

Механізм корегування платіжного балансу базується на тому, що в умовах сталого дефіциту платіжного балансу США поступово знижується закордонний попит на додаткові американські активи (у т.ч. американську валюту), що призводить до зниження цін на них (у т.ч. курсу долара). Падіння вартості активів та, відповідно, підвищення процентних ставок, уповільнює внутрішній попит та робить доступним все більшу частину американського експорту, в той час як слабкий курс підвищує зовнішній попит на нього. Економетричні моделі свідчать, що піввідсоткове покращення стану поточного рахунку вимагає зниження реального ефективного обмінного курсу долара на 5%.

За другим сценарієм, приплив капіталу продовжуватиме фінансувати дефіцит рахунку поточних операцій (тобто фінансування долара) на існуючому рівні, що означатиме, що розмір дефіциту по відношенню до ВВП буде ще більше розширюватися. Це, у свою чергу, провокуватиме нестабільність, як економічну, так і політичну. Що врешті-решт робить реальною загрозу різкого зменшення припливу капіталу до Сполучених Штатів та гвалтовного падіння курсу долара.

В той же час звертає на себе увагу те, що протягом багатьох років (принаймні півсторіччя після виникнення «дилеми Трифіна») **реальна ситуація розвивається за якимось іншим сценарієм**. Намагання пояснити ці розходження призвели до появи трьох моделей, які отримали назву «нова економіка», «темна матерія» та «досвідчений інвестор»¹⁶⁵.

Пояснення з точки зору **нової економіки** (*new economy view*) полягає в тому, що стандартний аналіз недооцінює реальні апетити іноземних інвесторів щодо акумуляції фінансових зобов'язань США. Швидке зростання продуктивності праці та висока корпоративна рентабельності в США роблять інвестиції в економіку цієї країни привабливими і надалі (що може зробити припустимим дефіцит поточного рахунку навіть в 7% ВВП).

При цьому, зрозуміло, що іноземні інвестори будуть утримувати помітну частку американських активів, що може створювати певний дискомфорт для уряду та підприємницьких кіл. Ще однією проблемою такого підходу є той факт, що продуктивність праці в Китаї (який є найбільшим поодиноким джерелом фінансування поточного дефіциту) зростає навіть швидше, отож за логікою такої точки зору, інвестиції можуть досить швидко припинитися та змінити своє спрямування.

Крім того, насправді чисте (нетто) фінансування американського дефіциту забезпечуються реально не стільки приватними інвесторами, скільки центральними банками (що говорить більше про політичні, аніж економічні причини подібної поведінки). Нарешті, ця інтерпретація припускає, що норма прибутку на іноземні інвестиції в Сполучені Штати повинна бути вищою у порівнянні з американськими інвестиціями за кордоном (що не відповідає дійсності). В такому випадку логіку

¹⁶⁴ Eichengreen B. Global Imbalances: The New Economy, the Dark Matter, the Savvy Investor, and the Standard Analysis. // University of California, March 2006, 15 pp.

¹⁶⁵ Див.: Eichengreen B. – там само.

«новоекономічної» теорії може врятувати тільки сподівання іноземних інвесторів на поступове подорожчання їх американських активів. Втім, така перспектива виглядає доволі сумнівною.

Водночас, деякі економісти¹⁶⁶ піддають сумніву сам факт накопичення Сполученими Штатами значних боргів, оскільки чисте (нетто) надходження доходу від інвестицій залишається позитивним. Звертає на себе увагу, що американський експорт принаймні за трьома позиціями залишається недооціненим (або неоціненим взагалі). Це стосується послуг щодо надання міжнародної ліквідності (сеньйораж), неформалізовані страхові послуги (убезпечення капіталу) та послуги щодо розповсюдження знань (*knowledge service*), до яких відносяться, перш за все, організаційні знання та визнані бренди. Ці експортні позиції де факто виникають в процесі використання нерезидентами трьох фінансових інструментів, відповідно: американської валюти, американських казначейських зобов'язань та прямих іноземних інвестицій американських корпорацій.

Таким чином, «темна матерія» (*dark matter*), не помітна для статистики, урівноважує фінансові потоки. Тобто умовно можна вважати, що нездійснені платежі нерезидентів за отримання вказаних послуг приблизно дорівнюють дефіциту поточного рахунку або, у всякому випадку, помітно зменшують цей дефіцит до розміру, наявність якого цілком узгоджується зі стандартним підходом до аналізу стану платіжного балансу.

Щоправда, деякі експерти¹⁶⁷ вважають, що саме наявність «темної матерії» примушує іноземних інвесторів вкладати капітали в американські активи, розраховуючи на зростання доходу від цих інвестицій в майбутньому (внаслідок наявності таких «скритих» переваг), а отже це якби підтверджує модель «нової економіки». Але це ж ставить під сумнів фундаментальність моделі «темної матерії», адже майбутнє (очікуване) зростання рівня доходів від американських активів по суті означатиме урівноваження фінансових потоків та «зникнення» «темної матерії»****.

Зняти це протиріччя намагається третя альтернативна модель, яка пояснює, що США можуть обслуговувати великий зовнішній борг без серйозного дискомфорту, доти, доки зовнішні активи США забезпечують значно вищу прибутковість, ніж американські зовнішні зобов'язання, просто тому, що американські інвестори – більш кмітливі або досвідчені інвестори (*savvy investors*) у порівнянні з їхніми іноземними конкурентами.

Зокрема, Дж. Кітчен (*J. Kitchen*) вказує на те, що (абстрагуючись від кризових та передкризових років) різниця у прибутковості вказаних видів інвестицій складає більш ніж на 5%¹⁶⁸. На думку Б.Ейхенгріна, ця модель входить в суперечність з «новоекономічним» підходом, який базується на

¹⁶⁶ Див.: Ricardo H., Sturzenegger F. Dark Matter Makes the U.S. Deficit Disappear // Financial Times, December 8, 2005, p. A15.

¹⁶⁷ Eichengreen B. Див. вище.

**** Слід зауважити, що деякі відомі економісти заперечують наявність «темної матерії» вже зараз. Зокрема, див.: Buiter W. Dark Matter or Cold Fusion? – Global Economics Paper N.136, January, 2006.

¹⁶⁸ Цит. за: Eichengreen B. Див. вище.

припущенні того, що інвестиції в американські боргові інструменти приносять іноземним інвесторам вищий дохід, у порівнянні з інвестиціями у власну економіку. Між тим, такої суперечності може і не існувати, оскільки вищий дохід іноземних інвесторів від вкладень в США, ніяк не означає того, що дохід американських інвесторів не може бути ще вищим.

Таким чином, усі згадані вище моделі дозволяють прийти до висновку щодо відсутності необхідності врегулювання існуючих глобальних дисбалансів. Цілком можливо, що насправді одночасно діють (в різному ступені та різних іноземних інвесторів) фактори, на яких акцентується увага як в моделі «нової економіки», так і в моделі «темної матерії». Дещо більше сумнівів виникає стосовно моделі «досвідченого інвестора», оскільки сама концепція базується на статистичних даних, що виключають кризові та передкризові роки, які в сучасних умовах стають аж ніяк не виключенням, яке б можна було не приймати в розрахунки.

Уроки фінансової кризи

Причини двох останніх світових економічних криз та розвиток подій на світовому ринку свідчать про те, що в новій глобалізованій економічній системі головну роль відіграє вже не виробництво, а фінансовий сектор, а причинами криз стає перевиробництво не товарів, а грошей. Розбалансування моделі глобальної економіки знайшло прояв у високодефіцитних зовнішньоторговельних балансах розвинутих країн та, відповідно, високому профіциті (суфіциті) поточного рахунку у країнах, що розвиваються.

Економічна криза останніх років значною мірою викликана проблемами, що походять з фінансового сектору та укорінені у диспропорції, викликані гіпертрофованою роллю цього сегменту економіки в розвинутих країнах. У зв'язку з цим на певному етапі розвитку технологічного укладу починає спостерігатися перенакопичення капіталу: накопичений грошовий капітал не може бути інвестований у розширення виробництва та торгівлі, не призводячи до наступного падіння норми прибутковості. Внаслідок цього відбувається значне розростання фондових ринків та обсягів операцій з похідними фінансовими інструментами спекулятивного характеру, які породжують швидке, хаотичне переміщення «гарячих грошей».

Світовий надлишковий капітал з торговельно-виробничої сфери перетікає у фінансову і, відповідно, з країн, що розвиваються (і потребують додатковий капітал для розвитку реального сектору економіки) до країн промислово розвинутих. В новій глобалізованій економічній системі головну роль починає відігравати вже не виробництво, а фінансовий сектор. І, відповідно, «криза надфінансування» прийшла на місце «кризи надвиробництва».

В цілому економіки промислово розвинутих країн продовжують балансувати на межі спаду, вражені чотирма основними проблемами, які доповнюють одна одну: суверенні боргові кризи, слабкий банківський сектор, низький сукупний попит (внаслідок зростання безробіття та сурових заходів бюджетної економії), а також помилки у галузі інституціональної політики. Але наслідки економічного спаду на Заході міцно впливають на ринки країн, що розвиваються, які значно більше

залежать від стану глобальної торгівлі. Слабкий попит в США та країнах Європи тисне на ті країни цієї групи, які є великими виробниками споживчих та продовольчих товарів, включаючи Китай, який, крім іншого, є найбільшим споживачем металів.

У своїй книзі «*Capitalism 4.0*» відомий англійський економіст А.Калетський стверджує, що капіталізм – це не статичний набір інститутів, але еволюційна система, яка переосмислює і заново активізує себе через кризу. Криза, на його думку, створить нову модель глобального капіталізму, яка базуватиметься ані на сліпій вірі в ринкові сили, ані на надмірному державному втручанні. Цей новий різновид капіталізму буде результатом чотирьох історичних трансформацій: кінця комунізму, відкриття економік Китаю та Індії, інформаційної революції та всесвітнього прийняття системи паперових (фідучіарних) грошей¹⁶⁹. Звісно, кожна з цих причин відіграла не рівнозначну роль у трансформації глобальної економіки, але те, що ці зміни стосувалися самої її суті, її парадигми, видається нам безсумнівним.

Не менше значення мають і ті зміни, які відбуваються в системі боргових відносин. Зокрема, непомірне, на перший погляд, нарощування державних боргів (яке призвело до боргових криз у США та деяких країнах ЄС), скоріш за все, є наслідком не стільки нераціональної або невідповідальної політики урядів, скільки відображенням об'єктивних вимог сучасної економіки, яка ґрунтується на всебічному розвитку кредиту.

Кредитні відносини вже давно та глибоко проникли в саму «живу тканину» капіталістичної економіки, створюючи її своєрідний каркас, а останнім часом, цілком логічно, стали основою державних фінансів. А тому і боротьба з «надмірним борговим навантаженням», врешті-решт, потрясає основи сучасної економіки, наочно демонструючи необхідність принципової зміни підходу до оцінки ролі та місця кредитних відносин в цілому.

В сучасних умовах елементом нової парадигми глобальної економіки стає «нова норма надлишкового боргу» – таких собі «нетрадиційних економічних стосунків», коли «ненормальність стає новою нормою» – у відповідності до слогану з популярного американського комедійного серіалу «Нова норма», назву якого відомий фінансист М.Ель-Еріан, використав для опису сучасного стану глобальної економіки.

Наведені вище факти дозволяють зробити висновок щодо суттєвої зміни взаємозалежностей тенденцій та факторів, які визначають саму логіку розвитку сучасної економічної системи. Така **зміна парадигми глобальної економіки** – яка ще тільки проявляється і вимагає глибокого вивчення, скоріш за все, **є багатофакторним процесом**, вплив на який здійснюють накладання коротко- та довгострокових циклів, поява та зростання значення нових, нематеріальних факторів виробництва (знань, соціального капіталу, кредитних відносин тощо), розвиток та економічна експансія «новостворених» ринків та ін.

¹⁶⁹ Kaletsky A. A forecast start to come true. – International Herald Tribune, 11.01.2013.

Грім військових барабанів

У 2011р. міністр фінансів Бразилії Г.Мантега заявив, що валютні війни абсолютно не скінчились,¹⁷⁰ і у другій декаді нового сторіччя раптом знову заговорили про використання «конкурентної девальвації» (*competitive devaluation*) у якості знаряддя валютної війни. Щоправда, тепер, в умовах невтручання держав у процес курсоутворення адміністративними методами все більше говорять про використання інструментів монетарної політики. Зокрема, йдеться про «кількісне пом'якшення» (*quantitative easing*), яке практикує останнім часом Федеральна резервна система США та аналогічні підходи центральних банків деяких інших промислово розвинутих країн, спрямовані на активізацію грошової емісії з метою створення додаткових умов для економічного зростання. Збільшуючи таким чином грошову масу в обігу, монетарні органи теоретично сприяють розвитку інфляційних процесів, а розходження в темпах інфляції між окремими країнами, у свою чергу, впливає на курсове співвідношення між національними валютами.

На думку вже неодноразово згаданого Дж.Рікардса, ризик валютної війни в епоху панування долара відновлюється, тому що Сполучені Штати ніколи не співіснували з іншими країнами, економіки яких не залежали б від них з точки зору питань національної безпеки¹⁷¹. І суттєві зміни в розстановці сил на мапі глобальної економіки можуть спровокувати використання «фінансової зброї», причому «найбільша фінансова загроза полягає в тому, що такий сценарій може розігратися випадково»¹⁷².

Ізоляціоністська риторика Д.Трампа та структурна криза ЄС – це лише відхилення від основного напрямку розвитку глобалізації. Але відхід від однополярного світу (в т.ч. – в економіці) поступово провокує поновлення торговельних війн, супутником та проявом яких являються валютні війни. Політикам, здається, лише тільки рік тому вдалося трохи пригамувати пристрасті навколо обвинувачень у роздмухуванні валютної війни між Китаєм та США (а певною мірою – і ЄС), як «грім військових барабанів» знову сколихнув світову політико-економічну систему.

Всього лише через тиждень після інавгурації Д.Трампа представники його адміністрації заявили, що вона готується до глобальної економічної війни. В цій загальній стратегії передбачається, що валютна війна буде вестися не тільки проти Китаю, – який вже давно підозрюється у маніпулюванні курсом юаня, – а й проти Німеччини. У будь-якому випадку П.Наварро, новий голова Національної Торгової Ради стверджує, що Німеччина використовує свою валюту, щоб «експлуатувати» як своїх сусідів, так і Сполучені Штати (маючи на увазі ствердження про те, що механізм євро насправді спрямований на захист інтересів Німеччини, як вважає сам Д.Трамп). Досить симптоматично те, що професор Т.Маллок (імовірний новий посол США в ЄС) дозволив собі публічно заявити, що він «готовий поставити на заклад на колапс євро»¹⁷³.

¹⁷⁰ Guido Mantega: It's war (again). // Financial Times, 06.07.2011.

¹⁷¹ Rickards J. The Death of Money, p.7.

¹⁷² Там само, p.63.

¹⁷³ James H. Trump's Currency War Against Germany Could Destroy the EU. – <http://foreignpolicy.com/2017/02/02/trumps-currency-war-against-germany-could-destroy-the-european-union/>.

Звісно, можна зауважити, що для широкої валютної війни необхідно, щоб значна частка провідних економічно розвинутих країн спробувала девальвувати свої валюти одночасно. Крім того, девальвації окремих валют повинна доповнюватися зростанням вартості (щодо «третіх» валют), принаймні однієї іншої валюти. **Поки що явного процесу втягування світу у нові валютні війни не спостерігається.** У всякому випадку провідні країни (в тому числі ті, які входять до «групи 20») усіляко заперечують можливість початку «активних бойових дій» та навіть запевняють, що всіма засобами будуть протиставитись такому розвитку подій.

Утім, **все ж таки є підстави говорити про, принаймні, спроби використання курсової політики для конкурентної боротьби** між Китаєм та США (які звинувачують свого основного торговельного партнера у штучному заниженні курсу юаня), а також між США та Європейським Союзом (оскільки боргова криза в деяких країнах ЄС помітно впливає на зниження курсу євро). Не можна виключати і зростання напруження у валютних відносинах між ЄС та Великою Британією в міру реалізації процесу виходу останньої з Союзу (що значною мірою буде залежати від бажання обох сторін заздалегідь домовитися про принципи подальшого економічного співробітництва).

Підсумовуючи згадане вище, можна констатувати, що незважаючи на загальну тенденцію лібералізації торговельних та валютних відносин, у світі зберігається загроза повернення до практики «валютних воєн», в арсеналі яких значна кількість різних знарядь та засобів (в тому числі «гарячі» гроші, фіксація курсу, плаваючий курс, конвертованість валюти, валютна цесія, валютні фонди, валютні резерви, валютна монополія, валютний протекціонізм, валютна спекуляція, валютний контроль, валютна дискримінація, валютна блокада та ін.).

Особливу роль відіграють деривативи, які відомий американський бізнесмен У.Баффет взагалі назвав «фінансовою зброєю масового ураження». У зв'язку з чим необхідно поступово, але неухильно розвивати ринок валютних деривативів як інструментів хеджування ризиків та індикаторів спекулятивної дестабілізації ринку. Взагалі, можна говорити про необхідність опрацювання Концепції валютної політики України, а також власної стратегії захисту валютної безпеки – оскільки волатильність курсу та крихка конвертованість гривні в умовах відкритої економіки залишаються суттєвими загрозами для стабільності всієї економічної системи України.

Оцінки економічного становища країни, перспектив його розвитку та еміграційні настрої громадян України

Михайло Міщенко,

заступник директора соціологічної служби Центру Разумкова

Оцінки економічного становища в країні та перспектив його розвитку є важливим показником громадських настроїв, що впливають на економічну та соціальну поведінку громадян. У цій статті на основі результатів соціологічного опитування¹⁷⁴ досліджуються, яким бачиться громадянам України її економічне становище, чи сподіваються вони на його покращення у майбутньому, чи впливають оцінки економічного становища на еміграційні настрої громадян.

Загальна оцінка. Оцінюючи економічне становище країни, 39% респондентів визначають його як дуже погане, а 45% як «досить погане», 14% – «не погане і не добре», і лише 1% – як добре (таблиці «Як би Ви оцінили ситуацію в Україні у наведених сферах?», «Як би Ви оцінили економічне становище країни?»). Спостерігається деяка різниця в оцінці ситуації в країні між жителями різних регіонів – найбільше тих, хто оцінює економічне становище як «дуже погане» – у Східному регіоні (50%), найменше – у Західному (30%) і на Донбасі (33%), хоча у всіх регіонах ті, хто оцінює економічну ситуацію в країні як «дуже погану» і «досить погану», становлять переважну більшість¹⁷⁵.

Як би Ви оцінили ситуацію в Україні у наведених сферах?¹⁷⁶

	Дуже погана	Досить погана	Не погана і не добра	Добра	Дуже добра	Важко відповісти
Економічне становище країни	39,1	44,8	13,6	0,8	0,0	1,8
Рівень добробуту Вашої родини	22,5	35,3	35,2	5,0	0,1	1,8

Оцінка економічної ситуації в країні залежить від самооцінки рівня добробуту власної родини – серед респондентів, які оцінюють рівень добробуту родини як дуже поганий, 99% оцінюють економічне становище країни як дуже погане або досить погане, тоді як серед тих, хто оцінює рівень добробуту країни як добрий, таку оцінку економічному становищу дають 60%, а 36% вважають, що воно добре або дуже добре.

¹⁷⁴ Дослідження проведено соціологічною службою Центру Разумкова з 21 по 26 квітня 2017р. в усіх регіонах України за винятком Криму та окупованих територій Донецької та Луганської областей за вибіркою, що репрезентує доросле населення країни за основними соціально-демографічними показниками. Опитано 2018 респондентів віком від 18 років. Теоретична похибка вибірки не перевищує 2,3%.

¹⁷⁵ Області розподіляються за регіонами таким чином: *Захід*: Волинська, Закарпатська, Івано-Франківська, Львівська, Рівненська, Тернопільська, Чернівецька області; *Центр*: Вінницька, Житомирська, Київська, Кіровоградська, Полтавська, Сумська, Хмельницька, Черкаська, Чернігівська області та місто Київ; *Південь*: Миколаївська, Одеська, Херсонська області; *Схід*: Дніпропетровська, Запорізька, Харківська області; *Донбас*: Донецька та Луганська області.

¹⁷⁶ Тут і далі, якщо не вказано інше, дані подані у відсотках.

Як би Ви оцінили економічне становище країни?

	Захід	Центр	Південь	Схід	Донбас
Дуже погане	30,0	39,6	40,1	50,0	32,5
Досить погане	50,2	44,1	47,5	37,7	46,2
Не погане і не добре	16,5	13,2	11,2	11,1	17,9
Добре	1,7	0,8	0,4	0,2	0,0
Дуже добре	0,0	0,0	0,0	0,0	0,9
Важко відповісти	1,7	2,3	0,8	1,0	2,6

Самооцінка рівня добробуту родини дещо зростає із зростанням рівня освіти респондентів: якщо серед респондентів із середньою або незакінченою середньою освітою 64% оцінюють рівень добробуту власної родини як дуже або досить поганий, то серед тих, хто має спеціальну середню освіту – 60%, а серед тих, хто має вищу освіту – 52% (таблиця «Як би Ви оцінили рівень добробуту Вашої родини?»).

Як би Ви оцінили рівень добробуту Вашої родини?

(залежно від оцінки економічної ситуації в країні)

	Дуже поганий	Досить поганий	Не поганий і не добрий	Добрий
Дуже погана	89,2	32,3	18,0	17,6
Досить погана	9,9	63,1	50,2	42,2
Не погана і не добра	0,4	4,1	29,5	30,4
Добра	0,2	0,3	0,8	5,9
Дуже добра	0,0	0,0	0,0	0,0
Важко відповісти	0,2	0,3	1,4	3,9

... за регіонами

	Захід	Центр	Південь	Схід	Донбас
Дуже поганий	12,7	22,7	25,7	32,0	19,7
Досить поганий	35,1	38,8	34,4	30,8	30,8
Не поганий і не добрий	40,8	33,2	32,0	31,8	45,3
Добрий	10,1	2,7	6,2	3,6	1,7
Дуже добрий	0,2	0,1	0,0	0,0	0,9
Важко відповісти	1,1	2,5	1,7	1,7	1,7

... за рівнем освіти

	середня або незакінчена середня	середня спеціальна	вища або незакінчена вища
Дуже поганий	25,0	24,0	19,6
Досить поганий	39,0	35,9	32,0
Не поганий і не добрий	32,2	35,1	37,3
Добрий	2,7	2,8	8,9
Дуже добрий	0,0	0,1	0,3
Важко відповісти	1,1	2,2	1,9

... за віком

	18-29 років	30-39 років	40-49 років	50-59 років	60 років і старші
Дуже поганий	15,8	17,4	21,8	24,2	30,7
Досить поганий	33,0	31,7	36,7	35,4	38,7
Не поганий і не добрий	41,7	39,1	34,9	34,8	27,7
Добрий	7,6	8,8	3,9	3,4	2,1
Дуже добрий	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Важко відповісти	1,1	3,0	2,7	2,2	0,8

Однак, як можна бачити з наведених даних, вона є низькою у всіх освітніх групах респондентів. Найбільш негативно оцінюють рівень добробуту родини люди похилого віку – 69% тих, кому 60 років і більше, оцінюють рівень добробуту власної родини як дуже або досить поганий, тоді як серед тих, кому менше 40 років – 49%.

Очікування змін в економіці істотно залежать від оцінки нинішньої економічної ситуації – чим вона краща, тим кращими є очікування. Так, серед тих респондентів, які оцінюють теперішню економічну ситуацію в країні як дуже погану, лише 7% вважають, що до кінця 2017р. вона зміниться на краще, 46% дотримуються думки, що вона зміниться на гірше, а 37% – що вона не зміниться; серед тих, хто оцінює теперішню економічну ситуацію в країні як досить погану – відповідно 14%, 34% і 39%; серед тих, хто вважає, що зараз ця ситуація «не погана і не добра» – відповідно 18%, 15% і 53%¹⁷⁷.

Аналогічно спостерігається залежність від оцінок нинішньої економічної ситуації прогнозу економічного становища країни на найближчі 2-3 роки. Серед тих респондентів, які оцінюють теперішню економічну ситуацію в країні як дуже погану, лише 12% вважають, що протягом 2-3 років вона зміниться на краще, 37% – що вона зміниться на гірше, а 25% – що вона не зміниться; серед тих, хто оцінює теперішню економічну ситуацію в країні як досить погану – відповідно 28%, 26% і 21%; серед тих, хто вважає, що зараз ця ситуація «не погана і не добра» – відповідно 36%, 10% і 29%.

Загалом же серед опитаних 12% очікують покращення економічного становища країни до кінця 2017р., 36% – очікують погіршення, а 40% вважають, що воно не зміниться (таблиця «Як зміниться становище в Україні в таких сферах до кінця 2017 року?»).

Як зміниться становище в Україні в таких сферах до кінця 2017 року?

	Зміниться на краще	Зміниться на гірше	Не зміниться	Важко відповісти
Економічне становище країни	11,8	35,9	39,7	12,6
Рівень добробуту Вашої родини	11,7	30,9	41,7	15,8

Як зміниться становище в Україні в таких сферах у найближчі 2-3 роки?

	Зміниться на краще	Зміниться на гірше	Не зміниться	Важко відповісти
Економічне становище країни	22,9	27,2	23,7	26,1
Рівень добробуту Вашої родини	23,7	23,8	23,2	29,3

Водночас, 23% опитаних вважають, що протягом найближчих 2-3 років економічне становище країни зміниться на краще, 27% – зміниться на гірше, 24% – що воно не зміниться (таблиця «Як зміниться становище в Україні в таких сферах у найближчі 2-3 роки?»). Отже, навіть протягом найближчих 2-3 років лише близько чверті опитаних очікують позитивних

¹⁷⁷ Відповіді респондентів, які оцінюють нинішню економічну ситуацію як добру та дуже добру, не можуть бути проаналізовані через малу наповненість цих груп (відповідно 15 осіб та 1 особа).

змін в економічному становищі країни, ще менше їх очікують протягом поточного року.

Прогнози розвитку економічної ситуації у Західному регіоні є кращими порівняно з іншими регіонами країни. Прогнозуючи розвиток ситуації до кінця 2017р., жителі Західного регіону помітно рідше очікують погіршення економічного становища країни (14%, тоді як в інших регіонах – від 39% до 48%). Протягом найближчих 2-3 років 39% жителів Західного регіону очікують покращення економічного становища, тоді як в інших регіонах – від 12% до 22%.

Очікування зміни рівня добробуту власної родини респондентами дуже мало відрізняються від прогнозів зміни економічного становища країни. Серед опитаних 12% очікують покращення рівня добробуту власної родини до кінця 2017р., 31% – очікують погіршення, 42% вважають, що він не зміниться (таблиця «Як зміниться становище в Україні в таких сферах до кінця 2017 року?»). 24% опитаних вважають, що протягом найближчим 2-3 років рівень добробуту їх родин зміниться на краще, 24% – зміниться на гірше, 23% – що він не зміниться (таблиця «Як зміниться становище в Україні в таких сферах у найближчі 2-3 роки?»).

... економічне становище країни до кінця 2017 року?

... за регіонами

	Захід	Центр	Південь	Схід	Донбас
Зміниться на краще	17,8	10,0	7,5	10,4	13,7
Зміниться на гірше	14,2	39,4	42,9	47,5	44,4
Не зміниться	50,5	39,6	30,4	35,7	30,8
Важко відповісти	17,5	11,0	19,2	6,5	11,1

... у найближчі 2-3 роки?

... за регіонами

	Захід	Центр	Південь	Схід	Донбас
Зміниться на краще	39,1	18,2	12,4	19,6	22,2
Зміниться на гірше	6,1	32,3	30,7	39,1	30,8
Не зміниться	21,8	23,9	22,8	25,1	27,4
Важко відповісти	33,0	25,7	34,0	16,2	19,7

Як зміниться рівень добробуту Вашої родини до кінця 2017 року?

... за регіонами

	Захід	Центр	Південь	Схід	Донбас
Зміниться на краще	19,9	9,1	6,2	9,4	14,4
Зміниться на гірше	11,0	36,6	38,6	34,9	44,1
Не зміниться	53,3	38,9	32,0	42,7	29,7
Важко відповісти	15,9	15,4	23,2	13,0	11,9

... у найближчі 2-3 роки?

... за регіонами

	Захід	Центр	Південь	Схід	Донбас
Зміниться на краще	40,2	20,5	10,0	20,2	18,6
Зміниться на гірше	4,9	27,6	27,0	33,2	34,7
Не зміниться	21,4	22,8	23,2	26,4	22,9
Важко відповісти	33,6	29,1	39,8	20,2	23,7

Серед тих респондентів, які очікують покращення економічного становища країни до кінця 2017р., 77% також очікують покращення рівня добробуту їх родини, серед тих, хто очікує протягом цього періоду погіршення економічного становища країни, 74% також очікують погіршення рівня добробуту їх родини, а серед тих, хто вважає, що економічне становище країни не зміниться, 84% дотримуються думки, що не зміниться економічне становище їх родини.

Аналогічний зв'язок спостерігається між прогнозом розвитку економічної ситуації в країні на найближчі 2-3 роки і оцінками рівня добробуту власної родини протягом цього періоду. Отже, громадяни України пов'язують покращення чи погіршення власного добробуту з тим, наскільки успішним буде економічний розвиток країни загалом.

Найчастіше українці схильються до думки, що Україна здатна подолати існуючі проблеми та труднощі не у найближчі роки (такий оптимістичний прогноз висловили лише 16% опитаних), а у більш віддаленій перспективі (так вважають 50% респондентів). 19% поділяють вкрай песимістичну позицію, вважаючи, що України взагалі не здатна їх подолати (таблиця *«Чи здатна Україна подолати існуючі проблеми та труднощі?»*).

Упродовж 2015-2017рр. дещо знизилася частка тих, хто вважає, що Україна здатна подолати існуючі проблеми у найближчі роки (з 22% до 16%), і зросла частка тих, хто вважає, що ці проблеми та труднощі будуть подолані у більш віддаленій перспективі (з 43% до 50%). Разом з тим, порівняно з 2016р. зменшилася частка тих, хто вважає, що Україна взагалі не здатна їх подолати (з 23% у лютому 2016р. і 24% у листопаді 2016р. до 19% у квітні 2017р.).

Точка зору, що Україна здатна подолати існуючі проблеми та труднощі у віддаленій перспективі, переважає у всіх регіонах. Разом з тим, у Південному та Східному регіонах більше, ніж в інших регіонах, песимістів, які вважають, що Україна не здатна їх подолати (у цих двох регіонах вони становлять відповідно 26% і 25% опитаних), найменше їх у Західному регіоні (10%).

Частка песимістів зменшується із зменшенням віку опитаних (від 22% серед тих, кому 50 і більше років, до 13% серед тих, кому менше 30 років), та із зростанням освітнього рівня респондентів (від 23% серед тих, хто має середню або неповну середню освіту, до 16% серед тих, хто має вищу освіту).

Найбільш істотно оцінка респондентами здатності України подолати проблеми і труднощі залежить від їх оцінки рівня добробуту власної родини – якщо серед респондентів, які оцінюють рівень добробуту родини як «дуже поганий», вважають, що Україна здатна їх подолати протягом найближчих кількох років, 10%, то серед тих, хто оцінює рівень добробуту країни як «добрий», так вважають 30%. Дотримуються думки, що Україна здатна їх подолати у більш віддаленій перспективі, відповідно 38% і 43%, що вона не здатна їх подолати – відповідно 31% і 14%.

Чи здатна Україна подолати існуючі проблеми та труднощі?

	Березень 2015 р.	Лютий 2016р.	Листопад 2016р.	Квітень 2017р.
Здатна подолати протягом найближчих кількох років	21,8	19,1	17,8	15,6
Здатна подолати у більш віддаленій перспективі	42,7	45,4	43,2	49,8
Не здатна	21,6	23,4	23,9	18,8
Важко відповісти	13,9	12,0	15,1	15,8

... за регіонами

	Захід	Центр	Південь	Схід	Донбас
Здатна подолати протягом найближчих кількох років	22,2	13,2	12,8	13,5	17,9
Здатна подолати у більш віддаленій перспективі	52,4	52,8	38,4	48,1	48,7
Не здатна	9,7	18,8	25,6	25,4	17,9
Важко відповісти	15,6	15,2	23,1	13,0	15,4

... за рівнем освіти

	середня або незакінчена середня	середня спеціальна	вища або незакінчена вища
Здатна подолати протягом найближчих кількох років	12,4	14,5	18,8
Здатна подолати у більш віддаленій перспективі	45,3	51,2	51,0
Не здатна	23,2	18,7	16,3
Важко відповісти	19,1	15,7	14,0

... за віком

	18-29 років	30-39 років	40-49 років	50-59 років	60 років і старші
Здатна подолати протягом найближчих кількох років	17,2	17,1	17,3	15,4	12,3
Здатна подолати у більш віддаленій перспективі	54,8	46,8	51,0	47,9	48,1
Не здатна	12,8	19,0	17,3	21,8	22,3
Важко відповісти	15,1	17,1	14,3	14,8	17,2

... залежно від оцінки рівня добробуту власної родини

	Рівень добробуту Вашої родини:			
	Дуже поганий	Досить поганий	Не поганий і не добрий	Добрий
Здатна подолати протягом найближчих кількох років	10,4	14,5	17,6	30,4
Здатна подолати у більш віддаленій перспективі	38,3	49,8	58,2	43,1
Не здатна	30,6	19,1	12,1	13,7
Важко відповісти	20,7	16,6	12,1	12,7

Третина опитаних (33%) вважають, що постійні економічні шоки та кризи є характерною рисою України сьогодні і залишатимуться такою протягом найближчого десятиліття, 18% – що кожні 3-4 роки в Україні відбуватимуться кризові процеси в економіці, 15% – що внутрішні чинники економічних криз будуть подолані, проте країна залишатиметься

чутливою до зовнішніх кризових економічних впливів, 14% – що Україна за рік-два подолає нинішню економічну кризу і розпочне тривалий період стабільного розвитку економіки (таблиця «З яким із наведених тверджень Ви згодні найбільшою мірою?»).

З яким із наведених тверджень Ви згодні найбільшою мірою?

Постійні економічні шоки та кризи є характерною рисою України сьогодні і залишатимуться такою протягом найближчого десятиліття	33,4
Кожні 3-4 роки в Україні відбуватимуться кризові процеси в економіці	18,3
Внутрішні чинники економічних криз будуть подолані, проте країна залишатиметься чутливою до зовнішніх кризових економічних впливів	15,4
Україна за рік-два подолає нинішню економічну кризу і розпочне тривалий період стабільного розвитку економіки	13,5
Важко відповісти	19,4

... за регіонами

	Захід	Центр	Південь	Схід	Донбас
Постійні економічні шоки та кризи є характерною рисою України сьогодні і залишатимуться такою протягом найближчого десятиліття	19,4	39,4	40,0	33,7	34,7
Кожні 3-4 роки в Україні відбуватимуться кризові процеси в економіці	12,4	20,9	12,5	24,8	13,6
Внутрішні чинники економічних криз будуть подолані, проте країна залишатиметься чутливою до зовнішніх кризових економічних впливів	16,2	14,1	8,3	21,2	15,3
Україна за рік-два подолає нинішню економічну кризу і розпочне тривалий період стабільного розвитку економіки	23,2	9,8	9,6	9,6	20,3
Важко відповісти	28,7	15,8	29,6	10,6	16,1

... залежно від оцінки рівня добробуту власної родини

	Рівень добробуту Вашої родини:			
	Дуже поганий	Досить поганий	Не поганий і не добрий	Добрий
Постійні економічні шоки та кризи є характерною рисою України сьогодні і залишатимуться такою протягом найближчого десятиліття	44,5	34,6	26,8	22,8
Кожні 3-4 роки в Україні відбуватимуться кризові процеси в економіці	19,6	17,1	19,2	17,8
Внутрішні чинники економічних криз будуть подолані, проте країна залишатиметься чутливою до зовнішніх кризових економічних впливів	12,8	13,9	18,8	15,8
Україна за рік-два подолає нинішню економічну кризу і розпочне тривалий період стабільного розвитку економіки	7,3	12,8	16,0	27,7
Важко відповісти	15,9	21,6	19,1	15,8

Жителі Західного регіону і Донбасу частіше, ніж жителі інших регіонів, схильні вважати, що Україна за рік-два подолає нинішню економічну кризу і розпочне тривалий період стабільного розвитку економіки (відповідно 23% і 20%), тоді як в інших регіонах таку точку зору поділяють лише 10% опитаних. Жителі Західного регіону помітно рідше, ніж жителі інших регіонів, поділяють думку, що постійні економічні шоки та кризи є характерною рисою України сьогодні і залишатимуться такою протягом найближчого десятиліття (19%, в інших регіонах – 34-40%).

Чим вище респонденти оцінюють рівень добробуту їх родини, тим більш оптимістично вони дивляться на майбутнє країни. Так, точку зору, що Україна за рік-два подолає нинішню економічну кризу і розпочне тривалий період стабільного розвитку економіки, поділяють лише 7% тих, хто оцінює рівень добробуту родини як дуже поганий, і 28% тих, хто його оцінює як добрий, тоді як точку зору, що постійні економічні шоки та кризи є характерною рисою України сьогодні і залишатимуться такою протягом найближчого десятиліття, поділяють відповідно 45% і 23%.

Еміграційні настрої населення. Відповідаючи на питання стосовно намірів виїхати з України у зв'язку з відсутністю в країні перспектив, 66% респондентів відповіли, що не мають наміру виїжджати з України. 12% опитаних відповіли, що мають намір виїхати на тимчасове працевлаштування і повернутись, коли ситуація в країні поліпшиться, 6% – що мають намір виїхати на постійне проживання за кордон, навіть якщо не вдасться працевлаштуватися за спеціальністю, а 5% – що мають намір виїхати, але це не пов'язано з відсутністю перспектив (таблиця «*Чи маєте Ви намір виїхати з України...?»*).

Чи маєте Ви намір виїхати з України у зв'язку з відсутністю перспектив в Україні?

Маю намір виїхати на тимчасове працевлаштування і повернутись, коли ситуація в країні поліпшиться	11,7
Маю намір виїхати на постійне проживання за кордон, навіть якщо не вдасться працевлаштуватись за спеціальністю	6,3
Маю намір виїхати, але це не пов'язано з відсутністю перспектив	4,6
Не маю наміру виїжджати з України	66,0
Важко відповісти	11,4

... за регіонами

	Захід	Центр	Південь	Схід	Донбас
Маю намір виїхати на тимчасове працевлаштування і повернутись, коли ситуація в країні поліпшиться	14,6	15,5	5,0	7,0	5,1
Маю намір виїхати на постійне проживання за кордон, навіть якщо не вдасться працевлаштуватись за спеціальністю	5,5	7,8	3,3	6,3	4,2
Маю намір виїхати, але це не пов'язано з відсутністю перспектив	7,2	2,8	5,4	3,9	6,8
Не маю наміру виїжджати з України	62,8	63,7	66,3	71,8	74,6
Важко відповісти	9,9	10,1	20,0	11,1	9,3

Найбільше тих, хто не має наміру виїжджати з країни, серед жителів Східного регіону та Донбасу (відповідно 72% і 75%). Частіше за жителів інших регіонів мають намір виїхати на тимчасове працевлаштування і

повернутись, коли ситуація в країні поліпшиться, жителі Західного та Центрального регіонів (відповідно 15% і 16%).

... за рівнем освіти

	середня або незакінчена середня	середня спеціальна	вища або незакінчена вища
Маю намір виїхати на тимчасове працевлаштування і повернутись, коли ситуація в країні поліпшиться	6,7	11,7	15,0
Маю намір виїхати на постійне проживання за кордон, навіть якщо не вдасться працевлаштуватись за спеціальністю	3,6	5,4	8,9
Маю намір виїхати, але це не пов'язано з відсутністю перспектив	4,3	3,1	6,4
Не маю наміру виїжджати з України	74,8	68,2	58,3
Важко відповісти	10,6	11,6	11,4

... за віком

	18-29 років	30-39 років	40-49 років	50-59 років	60 років і старші
Маю намір виїхати на тимчасове працевлаштування і повернутись, коли ситуація в країні поліпшиться	21,2	18,5	12,5	5,0	3,2
Маю намір виїхати на постійне проживання за кордон, навіть якщо не вдасться працевлаштуватись за спеціальністю	11,2	7,2	5,4	6,2	2,1
Маю намір виїхати, але це не пов'язано з відсутністю перспектив	7,8	5,0	6,0	3,9	1,1
Не маю наміру виїжджати з України	42,5	54,5	60,3	79,6	88,0
Важко відповісти	17,4	14,9	15,8	5,3	5,5

... за статтю

	чоловіки	жінки
Маю намір виїхати на тимчасове працевлаштування і повернутись, коли ситуація в країні поліпшиться	14,2	9,8
Маю намір виїхати на постійне проживання за кордон, навіть якщо не вдасться працевлаштуватись за спеціальністю	7,1	5,5
Маю намір виїхати, але це не пов'язано з відсутністю перспектив	4,9	4,2
Не маю наміру виїжджати з України	62,0	69,4
Важко відповісти	11,7	11,1

Найчастіше відповідають, що не мають наміру виїжджати з України, представники старших вікових груп – тих, кому 60 років і більше (серед них 88% дали таку відповідь), та тих, кому від 50 до 59 років (80%). Найменше таких серед молоді віком від 18 до 29 років (43%). Із зменшенням віку опитаних зростає частка тих, хто відповідає, що має намір виїхати на тимчасове працевлаштування і повернутись, коли ситуація в країні поліпшиться (від 3% серед тих, кому 60 років і більше,

до 21% серед молодих людей віком від 18 до 29 років); тих, хто має намір виїхати на постійне проживання за кордон, навіть якщо не вдасться працевлаштуватись за спеціальністю (відповідно 2% і 11%); тих, хто відповідає, що має намір виїхати, але це не пов'язано з відсутністю перспектив (відповідно 1% і 8%).

Чим вищим є освітній рівень респондентів, тим вищою є частка тих, хто має намір виїхати на тимчасове працевлаштування і повернутись, коли ситуація в країні поліпшиться (їх частка зростає від 7% серед тих, хто має середню або неповну середню освіту, до 15% серед тих, хто має вищу освіту), а також частка тих, хто має намір виїхати на постійне проживання за кордон, навіть якщо не вдасться працевлаштуватись за спеціальністю (відповідно 4% і 9%), і тим нижчою є частка тих, хто не має наміру виїжджати з країни (відповідно 75% і 58%).

Чоловіки частіше за жінок відповідають, що мають намір виїхати на тимчасове працевлаштування і повернутись, коли ситуація в країні поліпшиться (відповідно 14% і 10%), і рідше – що не мають наміру виїжджати з країни (відповідно 62% і 69%).

Серед представників різних соціально-професійних груп найменше тих, хто не має наміру виїжджати з країни, серед студентів (38%), безробітних та непрацюючих (49%), підприємців та керівників підприємств (53%). Тобто високі еміграційні настрої найбільш характерні для групи з високим соціальним статусом (підприємці та керівники) та для групи з низьким соціальним статусом (безробітні та непрацюючі), а також для студентів, які бачать перед собою відкриті можливості, у тому числі через працевлаштування за кордоном. Підприємці та керівники (11%) та студенти (13%) найчастіше серед представників соціально-професійних груп не пов'язують наміри виїхати з країни з відсутністю в ній перспектив.

...за соціально-професійними групами

	К+П	Фах.	Сл.	КР.	НкР.	Студ.	Д-госп.	Пенс.	Б/роб.
Маю намір виїхати на тимчасове працевлаштування і повернутись, коли ситуація в країні поліпшиться	14,8	15,1	6,7	17,8	13,6	20,2	9,4	3,1	19,4
Маю намір виїхати на постійне проживання за кордон, навіть якщо не вдасться працевлаштуватись за спеціальністю	11,4	7,4	4,0	9,3	9,1	11,9	3,1	1,6	11,8
Маю намір виїхати, але це не пов'язано з відсутністю перспектив	11,4	5,4	6,7	4,1	2,3	13,1	5,7	0,9	6,9
Не маю наміру виїжджати з України	53,4	60,5	62,7	57,7	62,9	38,1	59,7	88,7	48,6
Важко відповісти	9,1	11,6	20,0	11,1	12,1	16,7	22,0	5,6	13,2

К+П – керівники та підприємці; Фах. – фахівці; Сл. – службовці;

КР – кваліфіковані робітники; НкР – некваліфіковані робітники; Студ. – студенти;

Д-госп. – домогосподарки; Пенс. – пенсіонери; Б/роб. – безробітні (непрацюючі).

Як показують результати дослідження, наміри виїхати з країни практично не залежать від прогнозу економічного становища країни у найближчому майбутньому. Якщо серед тих, хто вважає, що економічне становище в Україні у найближчі 2-3 роки зміниться на краще, не мають наміру виїжджати з України 68%, то серед тих, хто вважає, що воно зміниться на гірше – стільки ж (68%).

**... залежно від очікувань респондентами змін
економічного становища країни (у найближчі 2-3 роки)**

	Зміниться на краще	Зміниться на гірше	Не зміниться
Маю намір виїхати на тимчасове працевлаштування і повернутись, коли ситуація в країні поліпшиться	10,6	12,5	12,9
Маю намір виїхати на постійне проживання за кордон, навіть якщо не вдасться працевлаштуватись за спеціальністю	4,3	6,7	7,1
Маю намір виїхати, але це не пов'язано з відсутністю перспектив	6,5	3,5	5,8
Не маю наміру виїжджати з України	68,0	67,5	64,3
Важко відповісти	10,6	9,8	9,8

При аналізі цих відповідей слід, звичайно ж, враховувати, що, як показано вище, представники найстарших вікових груп найгірше оцінюють перспективи розвитку економічної ситуації в Україні, разом з тим, саме представники старших вікових груп характеризуються найменш вираженими еміграційними настроями. Однак, якщо здійснювати аналіз пов'язаності цих ознак серед представників найбільш економічно активних вікових груп (від 18 до 49 років), то зв'язок між оцінками перспектив розвитку економічної ситуації та еміграційними настроями все одно є мало вираженим.

Як показало опитування, одним з найбільш вагомих чинників, що зумовлюють еміграційні наміри, є наявність родичів, які працюють за кордоном. Серед опитаних 16% зазначили, що мають близьких родичів, які працюють за кордоном для економічного забезпечення сім'ї респондента (таблиця «*Чи маєте Ви близьких родичів, які працюють за кордоном для економічного забезпечення Вашої сім'ї?*»), 29% – що мають близьких родичів, які працюють за кордоном для економічного забезпечення власної сім'ї (але не сім'ї респондента) (таблиця «*Чи маєте Ви близьких родичів, які працюють за кордоном для економічного забезпечення своєї (але не Вашої) сім'ї?*»).

Чи маєте Ви близьких родичів, які працюють за кордоном для економічного забезпечення Вашої сім'ї (т.зв. заробітчан)?

Так	16,2
Ні	83,4
Не відповіли	0,4

Чи маєте Ви близьких родичів, які працюють за кордоном для економічного забезпечення своєї (але не Вашої) сім'ї?

Так	28,7
Ні	70,9
Не відповіли	0,5

Серед тих респондентів, які зазначили, що мають близьких родичів, які працюють за кордоном для економічного забезпечення сім'ї респондента, лише 38% не мають намір виїжджати за межі країни (тоді як серед тих, хто таких родичів не має – 72%). Мають намір виїхати на тимчасове працевлаштування і повернутись, коли ситуація в країні поліпшиться – відповідно 24% і 9%, мають намір виїхати на постійне проживання за кордон, навіть якщо не вдасться працевлаштуватись за спеціальністю – відповідно 16% і 4%, мають намір виїхати, хоча це не пов'язано з відсутністю перспектив – відповідно 10% і 4%.

**... залежно від наявності у респондентів родичів,
які працюють за кордоном
для економічного забезпечення сім'ї респондента**

	Так	Ні
Маю намір виїхати на тимчасове працевлаштування і повернутись, коли ситуація в країні поліпшиться	24,4	9,3
Маю намір виїхати на постійне проживання за кордон, навіть якщо не вдасться працевлаштуватись за спеціальністю	15,5	4,4
Маю намір виїхати, але це не пов'язано з відсутністю перспектив	9,8	3,6
Не маю наміру виїжджати з України	38,4	71,8
Важко відповісти	11,9	10,9

Серед тих респондентів, зазначили, що мають близьких родичів, які працюють за кордоном для економічного забезпечення власної сім'ї (але не сім'ї респондента), 49% не мають намір виїжджати за межі країни (тоді як серед тих, хто таких родичів не має – 74%). Мають намір виїхати на тимчасове працевлаштування і повернутись, коли ситуація в країні поліпшиться – відповідно 20% і 9%, мають намір виїхати на постійне проживання за кордон, навіть якщо не вдасться працевлаштуватись за спеціальністю – відповідно 10% і 5%, мають намір виїхати, хоча це не пов'язано з відсутністю перспектив – відповідно 7% і 3%.

**... залежно від наявності у респондентів родичів,
які працюють за кордоном для економічного забезпечення своєї
(але не сім'ї респондента) сім'ї**

	Так	Ні
Маю намір виїхати на тимчасове працевлаштування і повернутись, коли ситуація в країні поліпшиться	19,5	8,7
Маю намір виїхати на постійне проживання за кордон, навіть якщо не вдасться працевлаштуватись за спеціальністю	10,0	4,7
Маю намір виїхати, але це не пов'язано з відсутністю перспектив	7,4	3,4
Не маю наміру виїжджати з України	48,5	73,5
Важко відповісти	14,5	9,7

Найчастіше відповідають, що мають близьких родичів, які працюють за кордоном для економічного забезпечення сім'ї респондента, жителі Західного регіону (25%), так само як найбільше у цьому регіоні тих, хто зазначив, що має близьких родичів, які працюють за кордоном для економічного забезпечення власної сім'ї (42%).

**Чи маєте Ви близьких родичів, які працюють за кордоном
... для економічного забезпечення Вашої сім'ї?**

(за регіонами)

	Захід	Центр	Південь	Схід	Донбас
Так	25,4	14,9	12,4	12,0	11,0
Ні	74,6	84,4	87,1	87,5	89,0
Не відповіли	0,0	0,6	0,4	0,5	0,0

... для економічного забезпечення своєї (але не Вашої) сім'ї?

(за регіонами)

	Захід	Центр	Південь	Схід	Донбас
Так	41,6	26,8	22,0	22,7	22,9
Ні	58,4	72,3	77,6	76,9	77,1
Не відповіли	0,0	0,9	0,4	0,5	0,0

Висновки. Громадяни України переважно негативно оцінюють економічне становище країни та рівень власного добробуту. Оцінка економічної ситуації в країні залежить від самооцінки рівня добробуту власної родини. Своєю чергою, очікування змін в економіці істотно залежать від оцінки нинішньої економічної ситуації – чим вона краща, тим кращими є очікування. Упродовж найближчих 2-3 років лише близько чверті опитаних очікують позитивних змін в економічному становищі країни, ще менше їх очікують протягом поточного року. Очікування зміни рівня добробуту власної родини респондентами мало відрізняються від прогнозів зміни економічного становища країни. Громадяни України пов'язують покращення чи погіршення власного добробуту з тим, наскільки успішним (чи, навпаки, неуспішним) буде економічний розвиток країни загалом.

Найчастіше українці схиляються до думки, що Україна здатна подолати існуючі проблеми та труднощі не у найближчі роки, а у більш віддаленій перспективі. Оцінка респондентами здатності України подолати проблеми і труднощі залежить від їх оцінки рівня добробуту власної родини – чим вищою є ця оцінка, тим більш оптимістично респонденти дивляться на майбутнє країни.

Близько чверті (23%) респондентів висловлюють еміграційні настрої. Найбільшою мірою вони виражені у молоді. Хоча більшість тих, хто висловлює еміграційні настрої, пов'язує їх із складною ситуацією в країні, дослідження не виявило значної залежності між оцінкою респондентами перспектив розвитку економічної ситуації в країні та їх еміграційними настроями.

Більш істотно еміграційні настрої пов'язані з наявністю освіти та кваліфікації, що дозволяє сподіватися на отримання достойної роботи за кордоном, а особливо з поширеністю у найближчому соціальному оточенні «еміграційних практик», зокрема, наявністю у представників найближчого соціального оточення досвіду життя за кордоном, яким вони можуть поділитися, наявністю родичів, які живуть за кордоном і на підтримку яких можна сподіватися у випадку еміграції, тобто найбільшою мірою еміграційні настрої та наміри визначаються наявністю людського та соціального капіталу, який дозволяє сподіватися на гідну роботу і гідний рівень життя в іншій країні.

**Видання Центру Разумкова
серії «Дискусії про економічний розвиток»**

Перспективи виходу України на ринки висхідних країн. – К., 2015, 116 с.

Борги: час брати і час віддавати. Глобальні тенденції та виклики для України. – К., 2015, 72 с.

Сучасна валютна політика та особливості її реалізації в Україні. – К, 2016, 120 с.

Політика монетарного розширення на підтримку зростання і розвитку. – К., 2016, 116 с.

Завдання і перспективи інвестиційно-інтеграційного розвитку України. – К., 2017, 124 с.

Виклики і ризики розгортання кризових процесів в Україні та напрями економічної політики їх запобігання. – К., 2017, 156 с.

**Виклики і ризики розгортання кризових процесів в Україні
та напрями економічної політики їх запобігання**

Редактор видання *А.Пашкова*

Дизайнерський супровід *Т.Овсяник, О.Шаптала*

Видавництво «Заповіт»

01011, Київ, вул. Панаса Мирного, 7-а, офіс 9.
e-mail: zapovit@gmail.com