
Василь ЮРЧИШИН

**СЦЕНАРІЙ-ПРОГНОЗ
РОЗВИТКУ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ:
ОБМЕЖЕНИЙ ПЕСИМІЗМ**



Київ 2018

**Василь Юрчишин. Сценарій-прогноз розвитку економіки України:
обмежений песимізм.** / Київ: Заповіт, 2018. – 58с.

Постійна електронна адреса:

http://razumkov.org.ua/uploads/article/2018_mid_Forecast.pdf

Бібліотека Центру Разумкова.

Серія “Дискусії про економічний розвиток”

ISBN 978-966-2050-16-5

© Центр Разумкова, 2018

© Видавництво “Заповіт”, 2018

З М І С Т

ПЕРЕДМОВА. ПОЛІТИЧНІ ЧИННИКИ ВПЛИВУ НА ЕКОНОМІЧНІ ПРОЦЕСИ В УКРАЇНІ: 2019-2021рр. <i>Юрій ЯКИМЕНКО</i>	4
1. ДОМІНУВАННЯ ПОЛІТИЗОВАНИХ ЧИННИКІВ У ФОРМУВАННІ ЕКОНОМІЧНИХ ТЕНДЕНЦІЙ	8
2. ОСНОВНІ МАКРОЕКОНОМІЧНІ ХАРАКТЕРИСТИКИ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ У 2019-2021рр.	23
3. ЗОВНІШНЬОЕКОНОМІЧНИЙ СЕКТОР – НА ШЛЯХУ ДО ПОСЛАБЛЕННЯ ЧИ ЗМІЦНЕННЯ?	33
4. БОРГОВІ ПОЗИЦІЇ – УНИКНЕННЯ ДЕФОЛТУ?	41
ЗВЕДЕНА ТАБЛИЦЯ ОКРЕМИХ ГОЛОВНИХ МАКРОЕКОНОМІЧНИХ ПОКАЗНИКІВ	52
ВИСНОВКИ І НАПРЯМИ ДІЙ ПОСИЛЕННЯ ЕКОНОМІЧНОЇ СТІЙКОСТІ	53

Vasyl Yurchyshyn. Forecast for the Ukraine's economy development: restricted pessimism. / Razumkov Centre, 2018.

At the end of 2018, Ukraine is in a situation of accelerated growth of a wide range of risks, a significant part of which may intensify and manifest themselves in 2019-2020. The election marathon, which will be running throughout the whole 2019, will hold back any intentions of introducing economic transformations and limit the possibilities of stimulating economic activity.

This publication presents one of the projected scenarios for the economic development of Ukraine, focusing on the analysis of internal and external challenges that will have a restrictive impact on the growth and development of the country. Such challenges also lead to an extremely cautious and conservative forecast, which actively takes into account the particularities and macroeconomic interconnections that have been actually "developed" in the economic environment of Ukraine.

Despite internal and external complications, it is exactly the period of 2019-2020 during which Ukraine must demonstrate its economic and political strength, ability to overcome complex accumulated contradictions, minimize risks and meet challenges, both nationally and globally. In our opinion, the Ukrainian society has a considerable potential for resilience in the face of challenges, both internal and external in character, which gives grounds to expect a more stable development, starting from 2021.

ПЕРЕДМОВА. ПОЛІТИЧНІ ЧИННИКИ ВПЛИВУ НА ЕКОНОМІЧНІ ПРОЦЕСИ В УКРАЇНІ: 2019-2021рр.

Юрій ЯКИМЕНКО,
заступник генерального директора Центру Разумкова

Упродовж 2019-2021рр. суспільно-політична та соціально-економічна ситуація в Україні формуватиметься під впливом низки чинників як довготермінового, так і ситуативного характеру, що зумовлюватиме її загалом нестабільний, турбулентний характер.

Головним дестабілізуючим чинником залишатиметься російська агресія проти України, оскільки перспективи на врегулювання конфлікту протягом зазначеного періоду практично відсутні. Особливої активності слід очікувати у 2019р., в період проведення в Україні двох виборчих кампаній – президентської і парламентської, в яких країна-агресор вбачає шанс на формування в Києві влади, більш лояльної до Росії та схильної до виконання її вимог.

Гібридний характер агресії передбачатиме застосування усього арсеналу дестабілізуючих засобів, включно зі спробами провокування нових або ескалації існуючих в українському суспільстві конфліктів (у т.ч. на політичному, соціокультурному, етнонаціональному, міжконфесійному і соціально-економічному ґрунті). Для цього можуть бути використані різноманітні за масштабом, формами й наслідками впливу засоби (наприклад, обмеження транзиту енергоносіїв, блокування судноплавства у Азовському морі, з метою доведення до соціального вибуху населення портів міст України та ін.).

До чинників внутрішнього характеру слід віднести, передусім, дві кампанії з виборів вищих владних інститутів держави – Президента України (березень 2019р.) та Верховної Ради України (жовтень 2019р.). Можливий вплив цих кампаній може проявлятися у різних формах, а їх наслідки

визначатимуть напрям і характер розвитку країни протягом наступних п'яти років. При цьому, матимуть значення як самі політичні (виборчі) процеси, так і їх результати – зміст політики, яку проводитиме новообраний Президент, а також політична структура майбутнього Парламенту і програмні орієнтації партій, що будуть до нього обрані.

На діяльність владних інститутів протягом 2019р. впливатиме чинник політичної конкуренції між кандидатами у Президенти та політичними силами. Головним наслідком його впливу стане підвищення конфліктності у відносинах між Президентом, парламентською коаліцією та Урядом, певні ознаки чого спостерігаються вже зараз. Крайнім виявом цього може стати спроба відставки Кабінету Міністрів України до президентських виборів. Водночас, з огляду на негативні наслідки цього кроку для всіх без винятку провладних політичних сил і кандидатів у президенти, які представляють владу, скоріше за все, відставки Уряду до виборів не відбудеться.

У період між президентськими і парламентськими виборами можна очікувати продовження таких спроб з ініціативи вже новообраного Президента. З огляду на структуру нинішнього Парламенту, відставка Уряду ще може бути проголосована, але сформувати нову коаліцію і призначити новий склад Кабінету Міністрів не вдасться (це завдання доведеться вирішувати вже новообраній Верховній Раді). Водночас, конфліктний характер відносин значно ускладнюватиме проходження через Парламент президентських і урядових законопроектів, нормотворчу діяльність в цілому.

Окрім того, підвищена “чутливість” кандидатів у Президенти та політичних партій до очікувань і запитів електорату у передвиборний період, значною мірою загрожує посилення в їх діяльності популістських тенденцій – як у традиційному для Заходу розумінні (“економічного націоналізму” та “ізоляціонізму”), так і в українському варіанті популізму (взяття на себе нереалістичних з економічної точки зору зобов'язань перед суспільством).

Влада буде змушена рахуватися з поширенням в українському суспільстві думки, за якою пріоритетом для політичних сил мають, передусім, слугувати інтереси і потреби власних громадян, а не рекомендації та умови, які висувують міжнародні партнери України. За таких умов буде важко розраховувати на активне просування владними інститутами реформаторського порядку денного, принаймні, до завершення процесу формування вищих владних інститутів (як мінімум, до кінця 2019р.).

Відкритість питання про результати майбутніх виборів зумовлює можливість різних варіантів розвитку подій. За результатами президентських

виборів, ймовіріше, Главою держави стане політик, який підтримуватиме європейський та євроатлантичний вибір України. Це дає підстави очікувати, що в цілому вектор розвитку держави не зміниться.

Головний елемент невизначеності буде пов'язаний зі складом нової Верховної Ради. З огляду на поточну ситуацію, майбутній Парламент буде більш фрагментованим, ніж теперішній, а отже – процес формування коаліції у ньому буде складнішим. Важливу роль відіграватиме також те, яким буде кількісне представництво у новому Парламенті фракції політичної сили, яку представлятиме майбутній Президент. Від цього значною мірою залежатиме кандидатура майбутнього Прем'єр-міністра і розподіл посад у новоствореному Уряді.

Враховуючи поточний рівень підтримки політичних партій, можна констатувати, що більшою підтримкою в суспільстві користуються проєвропейські політичні сили. Водночас, з огляду на цілу низку обставин (значна частка громадян, які не визначилися або мають намір голосувати за партії, не представлені сьогодні у Парламенті, тривалість часу до виборів, висока ймовірність збереження мажоритарної складової на парламентських виборах), конкретні прогнози щодо політичної структури майбутньої Верховної Ради робити передчасно. Відповідно, це стосується і потенційного змісту Коаліційної угоди та Програми діяльності нового Уряду.

З погляду ситуації в суспільстві та настроїв громадян, визначальний вплив на економічну політику влади здійснюватиме соціально-економічне самопочуття людей. Як свідчать результати досліджень Центру Разумкова, більшість громадян підтримують посилення впливу держави на економічні та соціальні процеси, у т.ч. її (держави) активну роль у процесі перерозподілу суспільних благ, сприяння зменшенню розриву в доходах між багатими і бідними, захист громадян з низькими доходами та ін. Водночас, ліберальні підходи до економічної та соціальної політики користуються підтримкою меншості.

Кандидати у президенти та політичні партії в період передвиборчих кампаній будуть змушені рахуватися з настроями виборців, що, відповідно, знайде відображення в їх політичних програмах. Це може спричинитися до зменшення питомої ваги реформаторських пропозицій і, відповідно, зростання популістських тез і намірів. Водночас, у реальній політиці після виборів як новообраний Президент, так і парламентська коаліція (за умов їх

проєвропейського спрямування), скоріше за все, будуть слідувати реформаторському порядку денному (хоча, можливо, з меншим ентузіазмом), щоб не втратити підтримки західних партнерів.

Влада буде змушена рахуватися з тим, що добробут громадян продовжує погіршуватися, і намагатиметься уникати ризикованих кроків в економічній політиці, які могли би різко погіршити соціально-економічну ситуацію. Адже саме у випадках різкого зростання цін на товари першої необхідності, падіння курсу гривні, масового закриття підприємств, найбільші частки громадян засвідчують свою готовність взяти участь у масових акціях протесту. Напруженість ситуації в суспільстві зумовлюватиме обережний, скоріше помірковано консервативний, ніж радикально реформаторський, характер соціально-економічної політики влади. З цим мають рахуватися міжнародні фінансові інституції, формулюючи економічні вимоги щодо умов надання фінансової допомоги Україні у 2019-2020рр.

Політико-адміністративними чинниками, які також суттєво впливатимуть на процеси в економіці країни, будуть ситуація в системі правосуддя, правоохоронних органах та антикорупційних структурах. Зокрема, в процесі судової реформи, поруч із позитивними моментами, вже проявилися й негативні наслідки, зокрема, некомплект суддів та перевантаженість судів. Залишається високим рівень втручання в діяльність економічних суб'єктів з боку правоохоронних і антикорупційних органів, реформування і створення дієздатної системи яких ще не завершені. Скоріше за все, негативний вплив цих чинників збережеться протягом 2019-2020рр. В цілому, політичний фон в країні не буде достатньо сприятливим для здійснення масштабних економічних реформ, з огляду на продовження російської агресії, політичну турбулентність, обмежену дієздатність влади та високі ризики дестабілізації ситуації. Водночас, українське суспільство має досить значний потенціал стійкості до викликів внутрішнього і зовнішнього характеру, що дає підстави очікувати на більш стабільний розвиток, починаючи з 2021р.

8 жовтня 2018р.

1. ДОМІНУВАННЯ ПОЛІТИЗОВАНИХ ЧИННИКІВ У ФОРМУВАННІ ЕКОНОМІЧНИХ ТЕНДЕНЦІЙ

Найближчі два роки з великою вірогідністю стануть визначальними для України в її суспільному, політичному і економічному розвитку. Саме у ці роки країна має продемонструвати свою економічну і політичну міцність, вміння долати складні накопичені суперечності, мінімізувати ризики і виклики як національного характеру, так і продуковані сучасним глобальним світом.

Внутрішні ризики значною мірою визначаються політичними процесами в країні, пов'язаними із виборами Президента та Верховної Ради, формуванням нового Уряду та ухваленням програми його діяльності, впровадженням нових державних інститутів, реалізації стратегічних і термінових завдань зростання і розвитку. Причому всі такі заходи і напрями дій відбуватимуться в умовах продовження (а, можливо, навіть посилення) зовнішньої російської агресії, яка відволікатиме як увагу керівництва країни, так і обмежені ресурси від виконання завдань соціально-економічного відновлення. Серед найвагоміших внутрішньоекономічних процесів, які обмежують впливатимуть на економічну динаміку (і які необхідно враховувати під час складання прогнозів і сценаріїв розвитку країни¹), упродовж найближчих 2-3 років вкажемо наступні²:

- Україна упродовж двох-трьох останніх років **не спромоглася сформувати базис** стійкого економічного зростання. Після падіння економіки у 2014-2015рр. на 17%, 2,2-2,5% зростання у наступні два роки у “крайшому випадку” лише пригальмувало деструктивні процеси. Фіскальний тиск на бізнес, консервація приватизаційних процесів, слабкість захисту прав власності – унеможливлюють інвестиційне та інфраструктурне сприяння;

¹ Вже були представлені окремі прогнози на найближчі роки, надані вітчизняними і міжнародними інститутами. Однак, переважна їх більшість носить “інерційний” характер (стосовно динаміки основних показників і процесів) і не достатньо враховує особливості і встановлені макроекономічні взаємозв'язки вже “вироблені” в економічному середовищі України, що ми не вважаємо прийнятним у сучасних умовах. Представлений в цій публікації прогнозний сценарій якраз активно враховує такі взаємозв'язки.

² Див. також: Ю.Якименко та ін. Україна 2017-2018: нові реалії, старі проблеми (аналітичні оцінки). – К.: Центр Разумкова, 2018, с.1-72.

-
- Жорстке слідування центрального банку країни т.зв. інфляційному таргетуванню і обмеження у пропозиції грошей не призупинило інфляційні процеси (значною мірою зумовлені не монетарною природою, а адмініструванням у житлово-комунальній сфері), однак залишило реальний сектор без належного доступу до фінансових і капітальних ресурсів. Необгрунтоване “очищення” банківської системи (виведення половини банків з національного ринку) при невиправданому і безпідставному збагаченні окремих (наближених до влади) банків призвело лише до зневіри населення і бізнесу у спроможності влади захистити їх заощадження;
 - Сировинна і напівсировинна структура зовнішньої торгівлі не дозволяє країні використати переваги сучасної відкритої економіки, базованої на включенні до ланцюгів доданої вартості, інтеграції до глобальних виробничих і обслуговуючих мереж. Стимулювання експорту, чому навіть у розвинутих країнах приділяється першочергова увага, замінюється безконтрольністю зовнішньоекономічної діяльності, що на практиці, крім розширення контрабандних потоків, проявляється у завищенні експорту для отримання більших відшкодувань за ПДВ і заниженні імпорту для зменшення податкових платежів;
 - Накопичення зовнішніх боргових зобов'язань послабляє можливості формування основи прискореного економічного відновлення. Країна не змогла скористатись вигодами, отриманими у процесі скорочення і реструктуризації зовнішнього боргу, не спромоглася запровадити раціональний діалог з міжнародними фінансовими інститутами у частині задіяння і використання ресурсів допомоги і економічної підтримки.

Звичайно, наведений перелік втрат та упущень не є вичерпним. Однак, поки що не проглядається, за рахунок яких джерел можуть бути ліквідовані чи, принаймні, локалізовані дисбаланси, може відбутись економічне відновлення і прискорення.

Гірше того, соціально-економічні втрати останніх років, отримані на тлі глибокого розчарування у владі, яка прийшла на хвилі високої довіри громадян країни, не лише посилюють нігілістичне сприйняття вітчизняного сьогодення, але й створюють “гарну” основу для різноманітних популістських тез і гасел, безвідповідальних заяв стосовно рецептів швидкого збагачення українців.

І сьогодні слід вести мову не лише про втрати останніх років, а радше про **убезпечення країни від появи і дії нових негативних економічних чинників** і складових, які можуть перекреслити все ж наявні позитивні (хоча часто і суперечливі) здобутки. Поряд з цим, за нашими оцінками, **країні вдасться уникнути дефолту і не допустити нового економічного обвалу**. Тому в цій публікації ми звертаємо увагу на т.зв. **обмежено песимістичний прогноз**, згідно з яким, хоча Україна й не зможе вийти на шлях стійкого зростання, проте все ж **убережеться від нової хвилі руйнівної кризи**.

Нинішній міжнародний контекст. Аналізуючи стан і перспективи економіки України, слід брати до уваги те, що країна вже є невід’ємною складовою світової економіки, приймає і поглинає переважну більшість глобальних процесів, знаходиться під тиском різноспрямованих виробничих і конкурентних факторів. Тому й **аналіз внутрішніх економічних процесів** країни, а з тим і оцінки її економічних перспектив, має враховувати **загальносвітові процеси і тенденції**. І навіть більше, міжнародні економічні складові і їх динаміка в багатьох аспектах матимуть визначальний вплив на українське економічне середовище і тенденції його (середовища) динаміки.

Наприкінці 2018р. Україна знаходиться у ситуації прискореного зростання широкого кола ризиків, значна частина яких може активізуватись і проявитись саме у 2019-2020рр. Ці ризики мають як зовнішні, так і внутрішні чинники (складові) і, як засвідчує досвід останньої глобальної кризи 2008-2009рр., мають властивість нагромаджуватись і “вивільнятись” “сніговою лавиною”.

Нагадаємо, що вартість кризи 2008-2009рр. виявилася достатньо обтяжливою для всієї світової економіки загалом – насамперед, слід говорити про загальне зниження потенціалу економічного зростання. Якщо упродовж докризової п’ятирічки темпи щорічного економічного зростання розвинутих країн оцінювались на рівні трохи меншому, ніж 3%, то у посткризову п’ятирічку вони не перевищили 2%³.

Між тим, певні оптимістичні прогнози пов’язані з покращанням у 2015-2017рр. показників зростання розвинутих країн, у т.ч. євро-зони (що було дещо неочікуваним, зважаючи на фінкальну і боргову кризу в кількох країнах ЄС у 2011-2013рр.). Так, МВФ у 2019р. хоча й передбачає незначне погіршення економічної динаміки, порівняно з 2018р. у головних розвинутих економіках, проте прогнозні показники виглядають кращими, ніж середні попередніх років (таблиця “Зростання реального ВВП окремих економік”⁴).

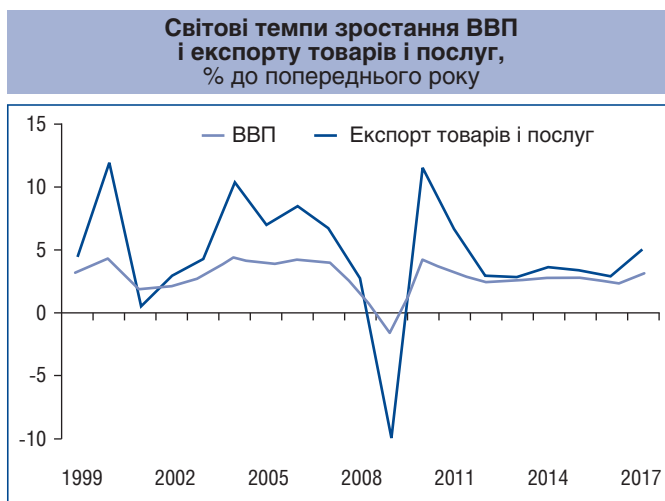
Зростання реального ВВП окремих економік, % до попереднього року							
	2000- 2009 (ср.)	2011	2013	2015	2017	2018(п)	2019(п)
Розвинуті економіки	1,8	1,7	1,3	2,3	2,3	2,5	2,2
США	1,8	1,6	1,7	2,9	2,3	2,9	2,7
Євро-зона	1,4	1,6	-0,2	2,1	2,3	2,4	2,0
Висхідні економіки	6,1	6,4	5,1	4,3	4,8	4,9	5,1
європейські	4,0	6,6	4,9	4,7	5,8	4,3	3,7

³ World Economic Outlook, April 2018. – <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/03/20/world-economic-outlook-april-2018>.

⁴ World Economic Outlook, April 2018. – <https://www.imf.org/en/Publications/>.

При цьому, упродовж останнього п'ятиріччя висхідні країни помітно погіршили свою динаміку, однак очікуване покращання може відбутись, насамперед, завдяки утриманню **високих показників зростання азійських країн** (Китаю, Південної Кореї, країн АСЕАН). Поки є підстави сподіватись на утримання стійкого зростання висхідних європейських країн, хоча зниження темпів зростання у розвинутих європейських країнах посилюватиме гальмівні процеси у всій Європі (зниження сукупного попиту і здорожчання імпортованих товарів і послуг, у т.ч внаслідок глобальних торговельних обмежень).

У таких умовах, погіршення економічної динаміки першочергово проявиться через обсяги експорту (як окремо товарів, так і товарів та послуг), який значно чутливіше реагує на макроекономічні ускладнення (діаграма “Світові темпи зростання ВВП і експорту товарів і послуг”). Так, у докризовий період експортна експансія багатьох країн (насамперед, висхідних) підтримувала і прискорювала глобальну економічну динаміку. Відновлення у 2010-2012рр. також значною мірою завдячувало прискореному нарощуванню експорту. Однак, упродовж останнього п'ятиріччя темпи зростання глобальної економіки і світової торгівлі практично зрівнялися (тобто експортна динаміка вже не відіграє домінуючу роль).



В умовах **посилення торговельних обмежень** у конкурентних економіках **внутрішнє споживання може “компенсувати” зовнішньоторговельні втрати**. Так, Китай, останніми роками зосередився саме на стимулюванні внутрішнього споживання, на противагу тому, що було у недалекому минулому, коли країна підтримувала експортно-інвестиційну спрямованість. Однак, **для нестійких країн** торговельні обмеження, звичайно, можуть мати **шокові наслідки** (це цілковито стосується і України).

Розуміння **хиткості сучасного стану світової економіки** спонукає великі фінансові корпорації з обережністю ставитись до перспектив навіть у короткостроковій перспективі – у своїх прогнозах вони звертають увагу на зростаючу ймовірність нової кризової хвилі вже у 2020р.

Зокрема, експерти *J.P.Morgan*⁵, згідно з моделюванням поведінки фінансових ринків, вважають, що інвесторам варто зважувати реалістичність нової кризи упродовж найближчих року-двох. “Гарна новина” полягає в тому, що **нова кризова хвиля, ймовірно, буде не такою болісною**, як попередня. Так, зниження ринку акцій США оцінюється на рівні приблизно 20%, що є цілком “поміркованим” показником, порівняно зі зниженням Індексу *S&P 500* на 54%, внаслідок згадуваної світової фінансової кризи і економічної рецесії.

Про які сьогоднішні **ризики і виклики глобального характеру**, які, хоча й можуть концентруватись в окремих економіках, проте матимуть **вплив на світогосподарські зв’язки** загалом, слід вести мову?

Звичайно, існує широке коло проблемних геополітичних і геоекономічних сфер, які можуть стати визначальними у формуванні економічної динаміки вже у короткостроковій перспективі. Звернемо увагу на окремі з них, які, за нашими спостереженнями, безпосередньо впливатимуть і на Україну.

(1). Активізація діяльності Адміністрації Президента США, спрямована на стимулювання національної економіки, у т.ч. заходами фіскальної політики, а також запровадженням протекціоністського (тарифного) захисту США від зовнішньої конкуренції, що матиме **стримуючий вплив на виробничий і експортний потенціал** багатьох країн.

Зокрема, серед першочергових завдань США виокремлюється необхідність **зменшення зовнішньоторговельного дефіциту** (що й має посилити стійкість американської економіки). Оскільки найбільшими торговельними партнерами (саме за рахунок яких і формується головна частина дефіциту) є Китай, ЄС, Японія та партнерські країни НАФТА (Канада, Мексика), то й головні протекціоністські заходи стосуватимуться якраз вказаних економік, і насамперед, Китаю⁶. І вже восени 2018р. проявилась потужна хвиля

⁵ J.P. Morgan Perspectives. Ten Years After the Global Financial Crisis: A Changed World. – https://markets.jpmorgan.com/research/email/dlnn2ndh/DFgaHwGYkN9_J2Mvgo3bDQ/GPS-2760885-0.

⁶ За попередніми підсумками 2017р., зовнішньоторговельний (товарів і послуг) дефіцит США досяг максимальної позначки за останні дев’ять років – \$566 млрд. Стосовно ж головного торговельного партнера, дефіцит торгівлі товарами США з Китаєм перевищив \$375 млрд. (один з найвищих показників за весь період досліджень), що складає трохи менше половини загального торговельного дефіциту (товарів) США. – Докладніше, див.: В.Юрчишин. Чинники і складові структурних змін у світовій економічній системі і наслідки для України. // Глобальні тенденції і перспективи: світова економіка та Україна. К., Центр Разумкова: 2018, с.132-202.

торговельних протиріч між США і Китаєм⁷. І на скільки вона буде руйнівною і як довго утримуватиметься сьогодні, важко дати однозначну відповідь⁸.

Значна частина “захисних” ініціатив нинішнього Президента США якраз і зумовлена **нібито необхідністю захисту національних виробників від недобросовісної конкуренції**, насамперед країн, які завдяки дешевій робочій силі і американським технологіям (Мексика, Китай) витісняють якісні американські товари з американських же ринків. У реальності ж протекціоністські заходи (а з ними і вірогідні торговельні війни) можуть відкинути світову економіку на десятиріччя назад.

Звичайно, певне **“призупинення” глобалізації** і перегляд “норм” і “правил” глобалізаційного розвитку, у т.ч. у торговельній сфері (торгівлі товарами, на які, першочергово, й спрямовані торговельні обмеження), а також (пов’язаних з нею) на ринках послуг і трудових ресурсів, є **послаблюючим фактором** для світового розвитку.

Зрозуміло, що більшості висхідних країн, особливо тих, в яких експортна складова сформована переважно з сировинних і напівсировинних товарів (з низькою доданою вартістю), у т.ч. Україні, доведеться вельми скрутно. І навіть **відносно незначне скорочення сукупного світового попиту** може призвести до **кризового шоку для ринків збуту і економік загалом в таких країнах**.

(2). Зовнішні **протекціоністські наміри посилюються зростанням популізму**, який (як політичний фактор) дедалі чіткіше проявляється у багатьох, навіть розвинутих, країнах (врізка *“Електоральна підтримка популізму”*⁹), а з тим **економічні і фінансові ускладнення поглиблюються “суспільно-політичними”**, що, своєю чергою, прискорює дію деструктивних для економіки факторів.

Слід зазначити, що зростання популізму має негативні наслідки не лише для вироблення і втілення національної економічної політики. Упродовж глобальної кризи, а також кілька років поспіль після завершення її активної фази, провідними державами практикувалися координація та узгодження

⁷ Так, наприкінці вересня 2018р. були запроваджені нові торговельні мита на імпортовані в країну китайські товари на рівні 10% (вартісна оцінка – \$200 млрд. на рік). При цьому також анонсовано, що у 2019р. ставки можуть бути підвищені до 25%, якщо Пекін не піде на поступки Вашингтону в питанні збалансування торгівлі, що дозволить помітно зменшити торговельний дефіцит США. Звичайно, і Китай не буде пасивно спостерігати за такими заходами.

Водночас, США запровадили мита на сталь та алюміній. Реакція ЄС і Канади не забарилась – обидві країни подали скарги до СОТ.

⁸ China-US Trade Relations and Challenges: Past, Present, Future and Policy Options. CCG Report, September 2018. – <http://en.ccg.org.cn/wp-content/uploads/2018/09/China-US-Trade-Relations-and-Challenges-Past-Present-Future-and-Policy-Options.pdf>.

⁹ J.P. Morgan Perspectives. Ten Years After the Global Financial Crisis: A Changed World. – <https://markets.jpmorgan.com/research/>.

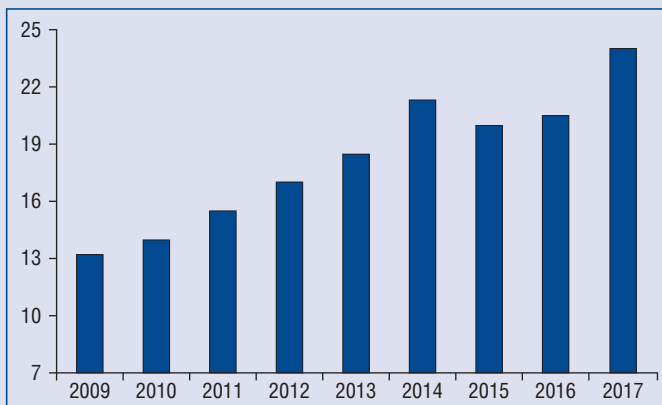
застосування заходів та інструментів приборкання економічних дисбалансів, послаблення кризового тиску тощо. Однак, нинішнє **відновлення популізму** призводить **не лише до послаблення взаємодії** між окремими країнами, але й супроводжується **погіршенням добробуту** значної частки населення як у розвинутих, так і висхідних країнах, а також зростанням нерівномірності благополуччя в самих країнах (відсутність належних джерел фінансування наростаючих соціальних вимог). Іншою стороною посилення популізму є **втрата лідерських позицій провідних розвинутих країн у завданнях подолання бідності**, допомоги висхідним країнам чи таким, які потребують соціально-економічної чи суспільно-політичної допомоги.

Окремий наслідок (посилення економічних дисбалансів внаслідок розростання популістичних тенденцій) полягає в тому, що **в Європі подальші відцентрові чинники** (виходу окремих країн з ЄС) **матимуть переважно політичну природу** (яку вкрай важко “перебороти”), а не економічну (на противагу тому, що формування ЄС значною мірою диктувалось економічною інтеграцією і отриманням додаткових економічних вигод від ліквідації будь-яких економічних чи гуманітарних бар’єрів).

ЕЛЕКТОРАЛЬНА ПІДТРИМКА ПОПУЛІЗМУ

Популістичні настрої отримали нову динаміку у посткризовий період, хоча й одразу не могли завоювати належного місця у політиці. Однак, **розгортання фінансових і боргових негараздів у Європі надало новий імпульс популізму** (особливо в європейських країнах, які сповідують у різних варіантах соціально-економічну модель розвитку і добробуту). І вже у 2014р. рівень електоральної підтримки популістичних рухів перевищив 20% (діаграма “Рівень підтримки популістських партій...”). Хоча й відбулося певне послаблення такої підтримки у 2015-2016рр., однак у 2017р. відновилося помітне зростання, яке, за спостереженнями, продовжує зміцнюватись і у 2018р.

**Рівень підтримки популістських партій у Європі,
% тих, хто проголосували**



Для України ці наслідки означають **фактичну втрату (чи суттєве обмеження) доступу до фінансових, технологічних, інтелектуальних ресурсів**, необхідних країні для прискореного відновлення у поточній складній економічній ситуації.

(3). **Посилення значимості Китаю** у стимулюванні і розвитку світової економіки. Незаперечним є те, що упродовж останніх десятирічь Китай відіграв роль світового економічного локомотива завдяки стрімкому нарощуванню виробництва, товарного експорту і споживання в країні. Політична система дозволяла країні **концентрувати значні ресурси** на вирішенні як антикризових завдань, так і завдань економічної експансії. Зокрема, вже у 2008р. стимулюючі заходи (підтримки економіки країни від рецесійного впливу) сягнули 7% ВВП і були профінансовані не лише через державні канали (значною мірою державні банки, які є найбільшими в країні і навіть у світі), але й приватним сектором, який, втім, також отримав полегшений доступ до боргових інструментів (зворотню стороною чого стало, за оцінками міжнародних інститутів, нарощування “поганих кредитів”).

Не менш значимою була **підтримка національної валюти** – юаню, що розглядалось як вагомий стабілізаційний чинник і важливий макроекономічний індикатор (хоча того часу валютна політика Китаю знаходилась під жорсткою критикою США). Як результат реальний курс юаню зріс на 25% при тому, що позитивне сальдо рахунку поточних операцій впало з майже 10% ВВП до практично 1% ВВП. Звичайно, це підвищувало привабливість боргових інструментів і, як результат, призводило до швидкого нарощування як фіскальних дефіцитів, так і боргів.

Така політика продовжувалась в Китаї і останніми роками. Як наслідок, якщо у 2011р. обсяг внутрішнього кредитування складав трохи більше 120% ВВП, то на кінець 2018р. оцінюється на рівні 180% ВВП, а зростаючі і очікувані фіскальні дефіцити (дефіцит державних фінансів узагальненого уряду у 2011р. – 1,7% ВВП, оцінка 2018р. – 2,8% ВВП)¹⁰ надалі підштовхуватимуть його (борг) до зростання.

Вказані стимулювання і домінування вочевидь мають і **“зворотні” наслідки – економічні дисбаланси легко перекинуться на менш слабкі економіки**. Хоча поки Китаю вдається нейтралізувати фіскальні і боргові ризики, проте вочевидь вартість таких “нейтралізацій” вимагає дедалі більше ресурсів, і у випадку погіршення зовнішньої кон’юнктури економічні втрати можуть бути масштабними.

Це неминуче **негативно відіб’ється** не лише на національній економіці, але й призведе до рецесійного тиску **на всі партнерські країни** (через скорочення китайського попиту на їх експорт), що **цілковито стосується і України**.

(4). Хоча сьогодні на світових валютних ринках спостерігається певне “затишшя”, проте дедалі частіше згадуються ризики **відновлення**

¹⁰ Credit Suisse Emerging Market Quarterly. December 2017.

невизначеності валютної динаміки. Слід нагадати, що кризи 1990-х - 2000-х років мали великий вплив на формування валютної політики, особливо у висхідних країнах, багато з яких не мали досвіду управління власними валютами і міжнародними резервами (у т.ч. Україна). Зокрема, у валютній сфері багатьох країн відбувалися¹¹:

- Поступова відмова від режиму фіксованого валютного курсу (або режиму із жорсткою прив'язкою національної валюти до визнаної міжнародної) на користь більш гнучких режимів (таблиця “*Режими валютних курсів висхідних країн*”¹²);
- Поступовий перехід до інфляційного таргетування, насамперед, у розвинутих країнах або висхідних країнах з міцними фіскальними інститутами;
- Послідовне і прискорене нарощування міжнародних резервів як розвинутих країнами, так і успішними висхідними (таблиця “*Міжнародні резерви*”)¹³;
- Значно обережніше ставлення до нарощування зовнішніх боргів, особливо для країн із слабкими інститутами. Лише за підвищення довіри до економічної і фінансової політики з боку міжнародних інвесторів, країни могли розраховувати на позитивне до них ставлення світових фінансових ринків, а з тим – і доступу до світових валютних і фінансових ринків¹⁴.

**Режими валютних курсів висхідних країн,
% країн-членів МВФ**

	1990	2000	2010	2015
Жорстка прив'язка	15,7	24,7	13,2	12,6
М'яка прив'язка	64,2	33,9	39,7	47,1
Гнучкий	15,1	33,9	36,0	35,1
Інші режими	5,0	7,5	11,1	5,2

**Міжнародні резерви,
(за виключенням золота) \$ млрд.**

	1998	2007	2017
Китай	149,2	1530,3	3158,9
Велика Британія	32,2	69,4	137,9
Японія	215,5	952,8	1232,2
Польща	27,3	63,0	109,0
Україна	0,8	31,8	17,7

¹¹ World Economic Outlook (випуски пізніх років). – <https://www.imf.org/en/Publications>.

¹² J.P. Morgan Perspectives. Ten Years After the Global Financial Crisis: A Changed World. – https://markets.jpmorgan.com/research/email/dl/n2ndh/DFgaHwGYkN9_J2Mvgo3bDQ/GPS-2760885-0.

¹³ Так, якщо у 2001-2003рр. резерви висхідних країн у середньому зростали на приблизно \$190 млрд., то приріст у 2005р. склав \$590 млрд., а у 2007р. (напередодні глобальної кризи) резерви зросли на \$1,2 трлн. – Тут і далі, якщо не вказано інше, використані міжнародні статистичні дані з World Bank Indicators (<https://data.worldbank.org/indicator/>). Аналіз вітчизняних економічних показників здійснюється на базі офіційних даних Держстату (<http://ukrstat.gov.ua/>) і НБУ (<https://www.bank.gov.ua/control/uk/index>).

¹⁴ Водночас, країни, які допускали або були близькі до дефолту, були надовго обмежені у доступі до світових фінансових ресурсів. Зокрема це стосується Південно-Американських країн.

Важливо зазначити, що навіть глобальна криза 2008-2009рр., хоча вплинула на національні валюти (їх вартість, курсову динаміку), проте загалом **не носила шокового характеру для структури валютної системи**. Радше прискорила формування виваженого підходу до режимів курсоуправління і відповідних надійних інструментів.

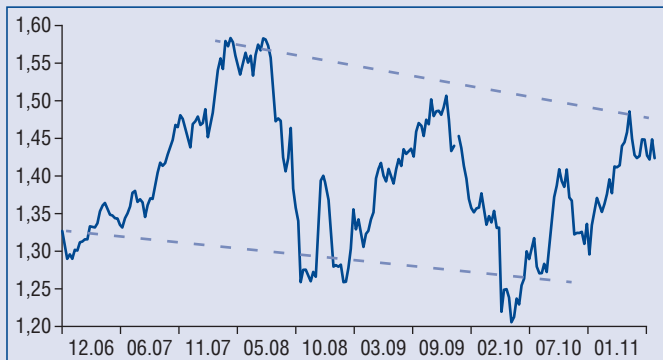
ДОЛАРОВА ТИХА ГАВАНЬ

Якщо у докризовий період (до 2008р.) американський долар суттєво послаблювався (відносно “головної альтернативної валюти” євро), то перехід кризи в активну фазу (середина 2008р.) означав стрімке його (долара) зміцнення. І такий процес зміцнення наступними роками, хоча демонстрував помітну волатильність (з явними періодами здорожчання і здешевлення однієї валюти відносно іншої у парі долар-євро) (діаграма “Курс євро до долара США”), проте був явно “на користь” долара.

Звернемо увагу на особливість курсової динаміки у посткризовий період (2007-2011рр.), зокрема:

- слабкий нахил і звуження коридору коливань курсу, що відповідає тенденції до слабкого, але все ж здорожчання долара у довгостроковому аспекті,
- менша тривалість періодів, пов’язаних з послабленням долара.

Курс євро до долара США, 2006-2011рр.



Нагадаємо, небезпека для світової фінансової системи і світової економіки полягає в тому, що значно знецінений долар може підірвати довіру міжнародних інвесторів до облігацій Казначейства США, а пізніше і до долара як основної резервної валюти і, можливо, до американських фінансових інститутів у цілому. Відсутність загально визнаної резервної валюти істотно знизить довіру міжнародних інвесторів загалом, отже вплине на потоки капіталів, посилить дисбаланси у світовій економіці, що істотно сповільнить глобальне економічне зростання. Тому, хоча в експертному середовищі й дискутується проблематика, пов’язана з періодичними намірами окремих країн залишити сферу впливу долара, проте поки видається сумнівним у переході дискусій в практичну площину.

Докладніше див.: В.Юрчишин. Проблеми і перспективи посткризового відновлення: глобальна економіка та Україна / Монографія. – К.: Заповіт, 2012, 228с.

Більше того, в умовах економічних невизначеностей і суперечностей (вірогідність яких сьогодні визнається значимою) **звернення до долара, як до “тихої гавані”** для світової фінансової системи є певним чином “природним” процесом (врізка “Доларова тиха гавань”, с.17)¹⁵. Однак, такий процес має і “зворотну” складову, насамперед, для висхідних країн (що вже може створювати негативний тиск на глобальне зростання): за численними дослідженнями і свідченнями, **зміцнення американського долара** на світових ринках призводить до **зниження припливу капіталів до висхідних країн**¹⁶.

Видається, подібні валютні “взаємозв’язки” проявляться при посиленні ризиків і сьогодні. Наголосимо, у випадку нової кризової хвилі лише США зможуть швидко протидіяти негативним процесам, оскільки ФРС зможе швидко (як це демонструвалось і раніше) ухвалити рішення про фінансування уряду з метою підтримки зайнятості і цінової стабільності (центральный банк США має такий подвійний мандат). Водночас, США зможуть вдатись до різкого зниження процентної ставки¹⁷, розширення пропозиції грошей (монетарного послаблення), що хоча й призведе до певної девальвації долара і розширення внутрішніх витрат, проте позитивно впливатиме на експорт і здешевлення боргових зобов’язань (які також деноміновані у доларах). Значно складніше буде відбуватись нейтралізація кризових процесів у ЄС, який, з одного боку, є значно повільнішим у виробленні антикризових заходів, з іншого – “зв’язаний” вже існуючими соціальними зобов’язаннями, вимоги до розширення яких будуть поширюватись у випадку посилення кризового тиску. Більше того, **стан торговельної війни** з впровадженням нових захисних тарифів **посилюватиме наслідки зниження добробуту**, що ставатиме доброю основою для **розширення нового (згадуваного) витку популістичних вимог**.

Звичайно, в частині економічних відносин з ЄС, **найвірогідніше, на Україну очікують додаткові втрати**. *По-перше*, оскільки українська національна валюта прив’язана до долара, то його зміцнення на міжнародних ринках (у т.ч. відносно євро), хоча й призведе до послаблення гривні, проте, водночас, **може погіршити конкурентні позиції українських товарів** (іх здорожчання) на європейських ринках. *По-друге*, при захисті внутрішніх ринків ЄС не буде послаблювати умов доступу на такі ринки навіть для партнерських країн, тому й **важко очікувати розширення українських експортних поставок** (тобто надходження від експорту до ЄС, який сьогодні поглинає понад 40% загального українського експорту, вірогідно, навіть зменшаться).

¹⁵ Докладніше див.: Сучасна валютна політика та особливості її реалізації в Україні. – Центр Разумкова, Київ: Заповіт, 2016. – 120с.

¹⁶ Explaining capital inflows to EM. – <https://www.aberdeenstandard.com/>.

¹⁷ Сьогодні Федеральний резерв демонструє іншу спрямованість процентної політики, враховуючи поточну успішну економічну динаміку країни (продовження покращання у сфері зайнятості, прискорене зростання споживчих витрат та інвестицій бізнесу в основний капітал). Так, ФРС за підсумками засідання 25-26 вересня 2018р. (вже втретє у поточному році) ухвалила рішення про підвищення процентної ставки за федеральними кредитними коштами (*federal funds rate*) на 25 б.п. – до 2-2,25% річних.

(5). **Відновлення і посилення кризових процесів у великих висхідних країнах** сьогодні виглядає досить реалістичним, де прискорювачами слугуватимуть фінансові і боргові проблеми Туреччини, Бразилії, Аргентини (а також Мексики, якщо перегляд НАФТА виявиться обтяжливим для країни; хоча, здається країни-учасники знайшли прийнятний компроміс). Зважаючи на роль вказаних висхідних країн у світогосподарських зв'язках, місце в інтеграційних і виробничих процесах, ускладнення економічних процесів у вказаних країнах, найвірогідніше, **торкнуться багатьох країн** Центральної та Східної Європи і Південної Америки.

Міжнародні фінансові інститути вже переглянули прогноз розвитку багатьох (насамперед, висхідних) країн у бік погіршення показників зростання, інфляції, курсової динаміки низки висхідних країн. Навіть незначне погіршення динаміки розвинутих країн, поєднане із значним гальмуванням низки великих висхідних країн, означає **суттєве скорочення глобального і регіонального попиту**, що позначиться і на партнерських країнах, у т.ч. на Україні (зокрема, країна може втратити експортні ринки не лише у Туреччині – одному з центрів розгортання кризових явищ – але й країнах Центральної та Східної Європи).

Більше того, ускладнення на ринках реального сектору і погіршення економічної динаміки, як правило, супроводжується прискореним здешевленням національних валют, що може проявлятися через випереджаючу девальвацію однієї валюти, порівняно з валютами партнерських країн (з метою збереження експортних переваг), чи навіть “валютними війнами” із взаємними звинуваченнями у недобросовісній торговельній та валютній політиці.

Влітку 2018р. вже відбулася девальваційна хвиля в окремих країнах (діаграма “*Курси окремих валют до долара*”, с.20). Зазвичай, стрімке знецінення національної валюти безпосереднім наслідком має не лише макроекономічне розбалансування і прискорення інфляційних процесів, але й відчутне нарощування зовнішньоборгового тиску, яке супроводжується утіканням капіталів з такої країни (які спрямовуються до вказаних “тихих гаваней” – стійких розвинутих країн з міцними фінансовими інститутами). Що, своєю чергою, посилює ризики дефолту в країнах з великим борговим навантаженням. Спроби захисту від утікання через **підвищення процентної ставки** часто не мають позитивного результату, а радше навпаки – **пригнічуюче впливають на доступ до кредитування** та рефінансування національних економічних агентів.

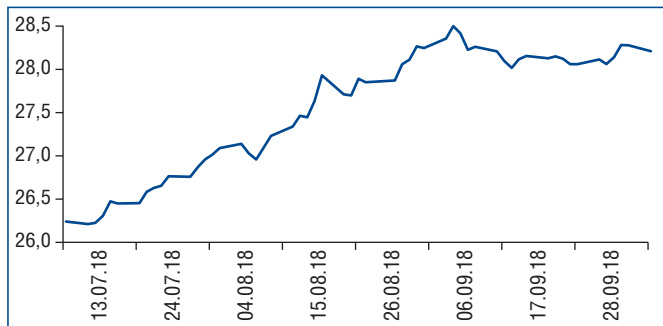
Нагадаємо, що і **гривня** в указаний період також піддалася **девальваційній хвилі** (діаграма “*Курс гривні до долара*”, с.20). Хоча девальвація мала більш “пологий” характер і значною мірою пов'язувалась із сезонним послабленням гривні, проте підтвердила слабкість як самої гривні, так і спроможності НБУ протидіяти падінню вартості національної грошової одиниці (за 2 місяці гривня здешевшала на 2 грн.).

Поза сумнівом, якщо торговельні і валюти ускладнення перекинуться з Туреччини на сусідні країни, ризики для торгівлі і стійкості гривні також суттєво посиляться, і як розбалансування платіжного балансу, так і девальваційний шок зможуть стати реальністю і для України.

Курси окремих валют до долара



Курс гривні до долара



Слід також вказати ще на один **ризик**, насамперед, для висхідних країн, який носить **політичний характер, проте першочергово відбиватиметься на торгівлі**. Достатньо звернутись знову до Туреччини. Сьогодні в експертному середовищі існує єдність стосовно того, що серед чинників кризових процесів у Туреччині є **політичне протистояння** президентів США і Туреччини. Це зумовлено намаганням лідера Туреччини посилити власну роль на міжнародній арені, що, зокрема, проявилось, з *одного боку*, через переслідування у Туреччині американського священика Е.Брансона (звинувачувався у підтримці військового перевороту, довгий час знаходився під домашнім арештом і лише на початку жовтня 2018р. отримав дозвіл залишити Туреччину, хоча, звичайно, конфлікт цим не вичерпано), з *іншого* – рішенням Туреччини стосовно закупівлі у Росії систем протиповітряної оборони водночас із поставками американських військових літаків, що може посилити вразливість американської техніки. І подібні суперечності в більшій чи меншій мірі проявлятимуться для багатьох країн¹⁸, що стане також значним обмежувачим чинником для світової торгівлі.

¹⁸ Так, на початку жовтня США звинувачували Саудівську Аравію у знищенні оглядача *Washington Post* Дж.Хашкаджі, якого пізніше убили у консульстві Саудівської Аравії в Стамбулі. Причому цього разу вже турецький уряд повідомив офіційних осіб США, що має відповідні аудіо-та відеозаписи підтвердження.

Ситуація погіршується тим, що “невдоволення” великих країн (насамперед, США) окремими малими (висхідними) країнами, які розширюють торговельні зв’язки з іншими висхідними країнами, проте **які інтерпретуються США як “недружні”, може означати значні втрати** для таких малих країн. Це має безпосередні наслідки й для України. Так, Україна продає низку технологічних товарів до країн, проти яких розгортається торговельна війна, або які знаходяться під американськими санкціями (Китай, Іран). Йдеться про авіаційні чи вертолітні двигуни, озброєння тощо. За посилення протистоянь США можуть вимагати від “партнерських” країн також вжити заходів до обмеження торгівлі певними групами товарів. Зрозуміло, для України наслідки будуть вельми **негативними**, оскільки, з одного боку, вона **не зможе “проігнорувати” вимогу США, з іншого – знайти альтернативні ринки** у відносно короткий період (для недопущення розбалансування платіжного балансу) буде **вкрай важко**.

Тобто торговельні війни, хвилі яких поки ще формуються, **безпосередньо вплинуть на платіжний баланс України** не лише через погіршення торговельного клімату, але і внаслідок посилення політичних протистоянь між глобальними “гравцями”.

Українські прояви. Економіка України характеризується як “мала відкрита” (при незначному ВВП, сукупні обсяги експорту та імпорту знаходяться на рівні ВВП країни), що означає, зокрема, високу залежність від зовнішньої кон’юнктури, а також високу чутливість до зовнішньоекономічних шоків. І дійсно, практично кожне погіршення чи гальмування глобальної економіки або європейської економіки призводило до значно помітнішого погіршення економічної динаміки України (діаграма “*Темпи економічного зростання*”, с.22).

Тому можливе послаблення динаміки глобальної економіки чи навіть лише посилення ризиків такого погіршення може спровокувати негативні впливи на динаміку української економіки, підвищити депресивні ризики для України (навіть за умови певного “заспокоєння” внутрішньоекономічної чи внутрішньополітичної ситуації).

Нагадаємо, у сучасному світі відкритість країни формує, поряд з викликами, значні конкурентні вигоди і переваги. Однак, це потребує належного державного управління, задіяння сучасних інструментів економічного прискорення і розвитку. Так, на початковому етапі трансформаційних процесів в країнах Центральної та Східної Європи (які незабаром стали членами Євросоюзу) влада намагалася захистити внутрішні ринки від зовнішнього проникнення і витіснення національних виробників. Поряд з цим, послідовне економічне зміцненню призводило до розширення торгівлі товарами і послугами, інвестиційних потоків, трудових ресурсів. Це разом сприяло поглибленню відкритості, зміцненню виробничого потенціалу, які відбувалися вже на нових основах, пов’язаних із посиленням конкурентоспроможності. Це, з одного боку, підтримувало стійку економічну динаміку навіть у кризові періоди, з іншого – сприяло розширенню зовнішньоекономічних відносин (врізка “*Переваги формування малої конкурентоспроможної економіки*”, с.22).



ПЕРЕВАГИ ФОРМУВАННЯ МАЛОЇ КОНКУРЕНТОСПРОМОЖНОЇ ЕКОНОМІКИ

Колишні соціалістичні країни добре продемонстрували можливості успішних швидких трансформаційних процесів. Так, Польща, позиції і потенціал якої у світовій економіці на початку 1990-х років оцінювались (Індекс людського розвитку, ВВП на душу населення, виробничий потенціал) навіть нижче українських, упродовж останніх двох десятиріч дедалі активніше вписується у світове господарство, демонструє стійке економічне зростання, і навіть негаразди на світових ринках мали практично незначний вплив на економічну динаміку (діаграма “Темпи економічного зростання”). А підвищення конкурентоспроможності і поглиблення інтеграції дозволяють країні розширювати власний експорт та імпорт (діаграма “Експорт товарів і послуг”), використовувати переваги “відкритої” економіки і, завдяки конкурентоспроможності, убезпечуватись від суперечностей зовнішніх шоків. Видається, цей висновок є вирішальним для перспектив економіки України.



2. ОСНОВНІ МАКРОЕКОНОМІЧНІ ХАРАКТЕРИСТИКИ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ У 2019-2021рр.

Складна і суперечлива політична та економічна ситуація в Україні, незадовільні темпи соціально-економічних трансформацій останніх років (а також зовнішні ризики) вказують на те, що **інерційну динаміку економіки, на що сподівається уряд, навряд чи вдасться продовжити і підтримати “бажаний” рівень економічного зростання.**

Так, найближчими роками Уряд планує середньорічне зростання вище 3% за річної інфляції менше 10%, що має свідчити про досягнення стійкого, хоча й невисокого, зростання. Таких показників **можна було б досягти, якби вдалося реалізувати широкі структурні зміни**, добитись належної співпраці з міжнародними фінансовими інститутами, розгорнути інфраструктурні та інтеграційні проекти і програми.

Натомість, радше слід вести мову про **стримуючі чи обмежуючі чинники** – російську агресію (зокрема, втрачені і поки не відновлені виробничі потужності), захист від якої вимагає і вимагатиме значні ресурси, низький рівень доходів і добробуту населення (що стримуючи впливає не лише на оновлення сукупного попиту, але й послаблення податкового наповнення бюджетів), посилення несприятливих очікувань стосовно інфляційної та курсової динаміки, слабке законодавче та інституційне забезпечення владних дій, пріоритетів та напрямів реформувань тощо.

Більше того, в українському суспільстві вже сформувались досить стійкі негативні очікування стосовно потенціалу розвитку країни (врізка *“Соціологічні свідчення перманентності кризових проявів в Україні”*, с.24).

Динаміка ВВП. Хоча у поточному 2018р. зростання реального ВВП складе близько 3%, однак вже наступного 2019р. (за нашими спостереженнями та оцінками) зростання матиме лише символічний характер – не перевищить рівня 0,5% (таблиця *“Головні прогнози макроекономічні показники”*, с.24). Саме особливі виклики для країни у 2019р., насамперед **внаслідок чергових президентських і парламентських виборів, провокуватимуть**, як вказувалось, *з одного боку*, високу політизацію економічних рішень (у т.ч. внаслідок популізму багатьох партій), а з тим – негативно позначатимуться на економічному розвитку, *з іншого* – посилення невизначеностей для бізнесу, який вкрай обережно прийматиме рішення стосовно своїх подальших стратегічних кроків.

СОЦІОЛОГІЧНІ СВІДЧЕННЯ ПЕРМАНЕНТНОСТІ КРИЗОВИХ ПРОЯВІВ В УКРАЇНІ

Звернемо увагу на те, що, згідно з результатами опитування Центру Разумкова (подані окремі результати двох соціологічних опитувань у 2017р.¹ і 2018р.²), понад третини опитаних (показник за рік зріс на 4 п.п. і практично досяг 38%) вважають, що **постійні економічні шоки та кризи є характерною рисою України** і залишатимуться такими упродовж найближчого десятиліття, і майже 21% – що кожні 3–4 роки³ в Україні відбуватимуться кризові процеси в економіці (таблиця “З яким із наведених тверджень Ви згодні найбільшою мірою?”).

Водночас, зменшилась частка (з 13,5% до 10%) тих, хто вірить у спроможність нинішньої влади подолати всі негаразди і дійсно запровадити політику стійкого зростання і розвитку. Такі настрої взагалі можуть **поставити під сумнів на лише соціально-економічні, але й суспільно-політичні перспективи країни**.

З яким із наведених тверджень Ви згодні найбільшою мірою? % опитаних

	2017	2018
Постійні економічні шоки та кризи є характерною рисою України сьогодні і залишатимуться такою протягом найближчого десятиліття	33,4	37,9
Кожні 3-4 роки в Україні відбуватимуться кризові процеси в економіці	18,3	20,6
Внутрішні чинники економічних криз будуть подолані, проте країна залишатиметься чутливою до зовнішніх кризових економічних впливів	15,4	16,5
Україна за рік-два подолає нинішню економічну кризу і розпочне тривалий період стабільного розвитку економіки	13,5	9,9
Важко відповісти	19,4	15,1

Головні прогностні макроекономічні показники

	2017	2018(о)	2019(п)	2020(п)	2021(п)
Реальний ВВП, % зростання	2,5	2,9	0,5	1,0	2,9
ВВП, трлн. грн.	2,98	3,54	4,09	4,62	5,23
ВВП, \$ млрд.	112,2	125,4	134,0	144,5	157,1
Кінцеві споживчі витрати, % ВВП	86,9	88,4	90,0	89,0	87,0
Валове нагромадження, % ВВП	20,7	19,8	19,5	20,5	21,0
Зростання ІСЦ, % (груд.-груд.)	13,7	9,8	10,7	8,3	7,4
Курс: грн./\$1 (середній за період)	26,6	28,2	30,5	32,0	33,3

¹ 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 2 018 респондентів віком від 18 років. Теоретична похибка вибірки не перевищує 2,3%.

² Дослідження проведено соціологічною службою Центру Разумкова з 16 по 22 березня 2018р. в усіх регіонах України за винятком Криму та окупованих територій Донецької та Луганської областей. Опитано 2 016 респондентів віком від 18 років. Теоретична похибка вибірки – 2,3%.

³ 2019р. яраз попадає у такий вказаний ризиковий період (після кризових 2014-2015рр.).

Зазначимо, що виборчий марафон упродовж фактично всього 2019р. гальмуватиме будь-які наміри запровадження економічних трансформацій та обмежуватиме можливості стимулювання економічної активності. Водночас, влада, вірогідно, буде навіть **посилювати втручання у бізнес-діяльність**, у т.ч. **через фіскальні служби** для наповнення бюджетів і виконання соціальних обіцянок, що також негативно впливатиме на спроможність бізнесу до зростання і прискорення. Тому, навіть **уникнення економічного обвалу у 2019р. вже зможе розглядатись як позитивний результат і стане підтвердження відносної міцності** національного економічного середовища.

Млява економічна динаміка продовжиться і у 2020р., насамперед, внаслідок затягування формування інститутів влади, пошуку злагоди і компромісів у новій владній “еліті”, насамперед, у Верховній Раді. Характеристикою 2020р. стане формування нових управлінських структур, незалежно від того, яка партійна коаліція очолюватиме виконавчі органи влади. “Нормальний” законотворчий процес, вірогідно, зможе розпочатись лише у другому півріччі, а його раціональність зможе бути перевірена відповідним процесом перегляду Бюджету-2020 та ухвалення нового Бюджету-2021. Лише у 2021р. в країні варто очікувати певного економічного прискорення за умови сформованості інститутів влади, завдяки раціональній діяльності яких і вдасться досягти майже 3% зростання.

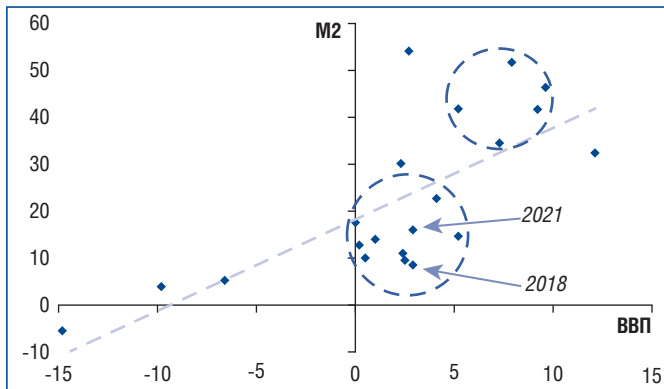
Монетарний вплив на зростання. Антиінфляційна політика НБУ (задекларована як інфляційне таргетування) має надто суперечливий характер для дійсного формування тривалого базису довгострокового зростання. Вкрай **обережне (слабке) розширення пропозиції грошей** (монетарне стримування) вже задеклароване НБУ, обмежуюче впливатиме на доступ економічних агентів до грошових і кредитних ресурсів, а з тим – **погіршуватиме економічну динаміку**.

Ситуація зумовлена тим, що в українському середовищі, як вказувалось, вже сформувались значимі макроекономічні зв'язки (діаграма “*Зростання монетарного агрегату M2 і реального ВВП*”, с.26). Так, розширення пропозиції грошей на 10-25% узгоджувалось із зростанням реального ВВП на 0-5%. Розширення M2 менше, ніж на 10%, узгоджувалось із значним економічним падінням.

Тобто реальне економічне зростання досягалось лише у роки, коли відбувалося **суттєве нарощування грошової маси** (пропозиції широких грошей). Обмеження пропозиції грошей супроводжувалось зниженням показників економічного зростання.

Тому **подальше монетарне звуження** розглядається нами як **згубне для України**. Побоювання ж нинішнього керівництва НБУ розкручування інфляційної спіралі означає, що у 2018-2020рр. реальний приріст грошових залишків (зростання реальних монетарних агрегатів – зростання номінальних показників зважених на індекс інфляції), в кращому випадку, знаходитиметься

**Зростання монетарного агрегату M2 і реального ВВП,
% до попереднього року**



на нульовому рівні, що унеможлиблює прискорення відновлення реального сектору. І лише у 2021р., коли обмежуюча монетарна політика, на наше переконання, буде трансформована у стимулюючу (випереджаюче нарощування пропозиції грошей, зниження процентних ставок, усунення адміністративних бар'єрів у доступі до кредитних ресурсів) можна очікувати і прискореного зростання ВВП (таблиця “Монетарні агрегати”).

**Монетарні агрегати,
на кінець року (якщо не вказано інше)**

	2017	2019 (п)	2021 (п)
Грошова база, млрд. грн.	399	472	603
Зростання грошової бази, % до попереднього року	4,6	10,0	14,0
Грошова маса, трлн. грн.	1,2	1,4	1,9
Швидкість обігу широких грошей (ВВП/M2-середньорічне)	2,6	3,0	2,9

Підкреслимо, **лише за умови монетарного розширення можна сподіватись започаткувати в Україні стійку позитивну динаміку**. Побоювання інфляційних процесів, у наведених показниках зростання, є безпідставними. В Україні, як і у багатьох інших висхідних країнах, **помірна інфляція не є перешкодою до реального зростання економіки**. Більше того, для випадку України **немає статистичних свідчень значного впливу пропозиції грошей на інфляційну ситуацію**, про що докладніше далі (підрозділ *Інфляція*).

Заощадження та інвестиції. Визнаним є те, що економічна динаміка (зростання реального ВВП) безпосередньо пов'язана з динамікою інвестицій, як в окремих країнах, так і у світі загалом. Більше того, саме інвестиції є чутливішими до різноманітних позитивних та негативних впливів, значно активніше

реагують на їх (впливів) прояв (діаграма “Світова економіка: зростання ВВП та інвестицій”). Хоча існують дискусії про те, що є “первинним” – інвестиції активізуються в успішній країні чи гарна економічна динаміка посилює інвестиційне розширення, однак для висхідних економік **сподівання на зростання ВВП без упереджуючого нарощування інвестицій є марними**, споживча модель (яка може бути стимулятором зростання у розвинутих країнах) для малих висхідних економік є малорезультативною.

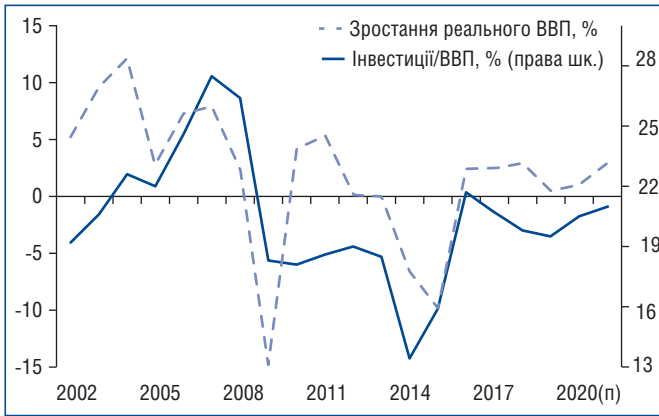


Це спостереження безпосередньо стосується прогнозування економічної динаміки України, в якій з року в рік зростають витрати на споживчі товари і послуги. Кризова хвиля 2014-2015рр. призвела до стрімкого зростання споживчих витрат, а з тим і зменшення рівня інвестицій (діаграма “Зростання реального ВВП і рівень інвестицій у ВВП в Україні”, с.28).

Тобто суттєве зменшення інвестицій (у структурі ВВП) зумовлено не лише незадовільним інвестиційним кліматом чи побоюванням інвесторів безпекових загроз і ризиків, але й надмірною (для висхідної країни) часткою споживання у структурі ВВП. Кінцеві споживчі витрати у 2018-2019р. сягнуть 88-90% ВВП, що значною мірою пов’язано із низькими доходами загалом, внаслідок чого населення всі їх (доходи) витрачає на споживання. Так, лише витрати на продукти харчування складають близько 50% всіх сукупних витрат домогосподарств.

У таких умовах, будь-які тези про сприятливий інвестиційний клімат або інвестиційну модель зростання і розвитку в Україні є безпідставними. Тобто **нинішній низький інвестиційний потенціал не дозволяє очікувати значного інвестиційного залучення**, що стало б надійною складовою покращання інвестиційної привабливості, у т.ч. для іноземних інвесторів.

**Зростання реального ВВП (% до попереднього року)
і рівень інвестицій у ВВП в Україні**



Поряд з цим, відновлення приватизаційних процесів, монетарне розширення, активізація участі в європейських інтеграційних та інфраструктурних проектах (чого ми очікуємо після 2020р.) дозволить наростити інвестиції (таблиця вище “Головні прогностні макроекономічні показники”, с.24), їх частку у структурі ВВП, а з тим – почати формувати основу запровадження в Україні нової економічної моделі, базованій на результативних інвестиціях, сучасній інфраструктурі, прискореній інтеграції до глобальних мереж доданої вартості (*value-added chains*).

Вочевидь, нинішня “споживча” структура ВВП, водночас, визначає і низький рівень заощаджень, які є основою формування належних інвестиційних ресурсів, що, знову ж таки, підтверджується міжнародним досвідом (діаграма “Світова економіка: заощадження і валові інвестиції”). Більше того, слід зауважити, що значимість заощаджень є набагато ширшою, ніж лише (хоча й дуже важлива) інвестиційна підтримка. Слід вказати, що **низький рівень заощаджень** для країни, яка змушена перманентно боротись з кризовими процесами, привносить **значні соціальні ризики**. Виправлення ситуації з низьким добробутом у будь-якому випадку вимагає розширення державних (бюджетних) видатків на соціальні захист і підтримку. У такому випадку у влади з’являється спокуса посилення податкового навантаження на бізнес. Однак, **вилучаючи виробничі ресурси, розмивається й підґрунтя** для оздоровлення і розвитку бізнесу, а також прискорюється утікання капіталів, що зрештою, поглиблює соціально-економічні негаразди.

**Світова економіка: заощадження і валові інвестиції,
% до попереднього року**



Водночас, **низький рівень національних заощаджень**, що супроводжується виразно сировинно-імпортною моделлю вітчизняної економіки⁴, призводив і **призводить до стійкого утримання зовнішньоекономічного дефіциту**, на фінансування якого потрібно залучати зовнішні (найчастіше боргові) ресурси. Зрештою накопичені борги вже самі стають проблемою зовнішнього сектору, оскільки як на їх обслуговування, так і рефінансування потребується дедалі більше коштів. У таких умовах, за необхідності все ж протидії зовнішньоекономічним шокам, у т.ч. валютним, прискорюється вимивання валютних резервів. Хоча в Україні після значних втрат у 2014р. резерви вдалося дещо відновити, проте вкрай незначне відновлення рівня заощаджень у наступні 4 роки⁵, не означає міцності економічного середовища країни. А, зважаючи на послаблення економічної динаміки у найближчі два роки, **країна втрачатиме значні обсяги резервів** (спрямовані на фінансування зовнішньоторговельних дефіцитів і боргових виплат), про що докладніше далі.

Слід ще раз підкреслити, що в Україні (як і в багатьох інших країнах) вже сформовані **міцні взаємозв'язки між головними макроекономічними індикаторами** чи динаміками їх розвитку. Це дозволяє не лише пов'язувати різноманітні тенденції, але й верифікувати нові чи прогнозні макроекономічні характеристики.

⁴ Кораблін С. Платіжний баланс України та ціни на сировину. – Виклики і ризики розгортання кризових процесів в Україні та напрями економічної політики їх запобігання. Київ: Заповіт, 2017, с.100-109.

⁵ На кінець 2014р. валютні валові резерви України впали до \$7,5 млрд., що оцінювалось у 1,8 місяці імпорту (наступного періоду). У 2016р. резерви зросли до \$15,5 млрд. ("задовільні" 3 місяці імпорту). На кінець 2018р. резерви, вірогідно, складуть \$17 млрд.

Тому, зважаючи, що добробут загалом і купівельна спроможність українців у найближчі 2-3 роки суттєво не зміниться, є підстави стверджувати, що й рівень споживчих витрат зможе знизитись лише незначним чином. **Скорочення споживання** зможе стати базисом певного **підвищення як рівня заощаджень, так і рівня інвестицій** у структурі ВВП. Проте це **зможе проявитись лише у 2021р.**, коли, як вказувалось вище, нові інститути влади зможуть започаткувати назрілі структурні зміни, а також послабитись схильність до розширення споживання (таблиця “Головні прогностні макроекономічні показники”, с.24).

Інфляція. Хоча в Україні задекларовано політику інфляційного таргування, проте рівень споживчої інфляції залишатиметься досить значним. Серед чинників **інфляційного тиску** виокремлюються: цінове адміністрування у системі житлово-комунальних послуг (ЖКП), подальше зростання мінімальних соціальних стандартів (насамперед, популістичного характеру, зважаючи на виборчі кампанії); короткострокові (проте періодичні) валютні дисбаланси, що й надалі утримуватимуть негативні девальваційні (а з ними й інфляційні) очікування.

Зауважимо, якщо у попередні роки інфляційна динаміка визначалася переважно зростанням вартості продуктів харчування (діаграма “Зростання інфляції та її складових”, “Загальний індекс споживчих цін та індекс цін продуктів харчування”), то, починаючи з 2014р., головні інфляційні дестабілізуєчі джерела знаходяться у сфері житлово-комунальних послуг, зростання тарифів, вартості обслуговування житла тощо (діаграма “Зростання інфляції та її складових”, “Загальний індекс споживчих цін та індекс цін житлово-комунальної сфери”).

**Зростання інфляції та її складових,
% до попереднього року**

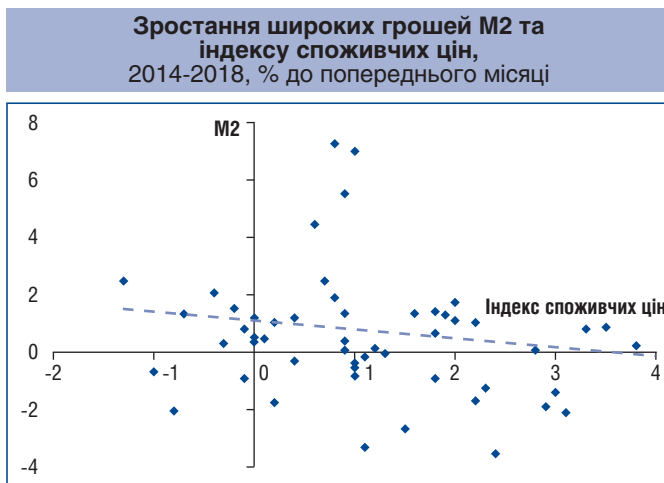


Зрозуміло, 2019-2021рр. не стануть винятковими, тим більше низка монополістів та регуляторів ЖКП вже оголосила про продовження здорожчання сфери і у наступні роки (навіть при тому, що населення вже “захлинається” у надвисоких вилученнях доходів).

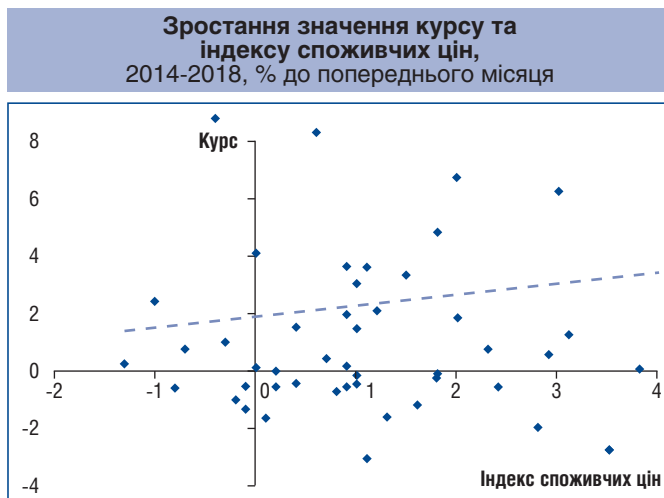
Тому темпи інфляції у 2019р. (грудень до грудня – близько 11%) перевищуватимуть інфляційний показник 2018р. Певне політичне заспокоєння і незатягування формування уряду та інших центральних органів виконавчої влади, а також “вичерпання” шокових підвищень житлово-комунальних тарифів, повинно обмежити інфляційні очікування, а з тим досягти відносної цінової стабільності – рівень інфляції у 2021р. зможе знизитись до 7%.

Важливим є уточнення взаємозв’язків між пропозицією грошей, інфляцією і валютним курсом в Україні. І насамперед, слід **спростувати тезу чи навіть міф** (на які часто спирається центральний банк) про “згубний” вплив зростання монетарних агрегатів на інфляційну динаміку.

Вкажемо, що в Україні **залежність між пропозицією грошей та інфляцією є радше оберненою** (діаграма “Зростання широких грошей M2 та індексу споживчих цін”), що може інтерпретуватись як **вкрай обмежена спроможність НБУ позитивно впливати на інфляційну динаміку** (стримуючи інфляційне “розкручування”). Це зумовлено тим, що **обмеження пропозиції грошей** призводить до здорожчання ресурсів і погіршення платоспроможності, що й **провокує закладання** в інфляційні складові (у т.ч. очікування) **вищі процентні ставки, більші адміністративні витрати**, а з тим – і **посилення інфляційного тиску**.



Інший значимий взаємозв'язок, який є “позитивним”, спостерігається між рівнем інфляції та змінами значень курсу (діаграма “Зростання значення курсу та індексу споживчих цін”), що зумовлено, насамперед, **високою чутливістю українців до коливань валютного курсу** (та його впливу на інфляційні очікування). Номінальне послаблення гривні видається неминучим, зважаючи на постійний і стійкий зовнішньоторговельний дефіцит і зовнішньоборгове навантаження, і як позитивний варіант ми розглядаємо лише слабку (поміркову) девальвацію.



Поряд з цим, слабка девальвація сприймається “спокійно” і певним чином навіть може слугувати інструментом зниження девальваційного тиску. Тому, *по-перше*, виваженою політикою буде така, яка дозволить проводити поступову слабку девальвацію гривні, *по-друге* – “оцінкою” рівня помірної девальвації є **наближення курсової динаміки до інфляційної**, хоча й **темпи послаблення курсу зможуть бути дещо нижчими**, порівняно з темпами інфляції.

Хоча це означає незначне зміцнення гривні у реальному вимірі, проте, видається, на сьогодні гривня є недооціненою, що відбулося внаслідок обвальної девальвації національної валюти у 2014-2016рр. (коли упродовж лише однієї шокової девальваційної хвилі реальне значення гривні впало на понад 40%). У таких умовах, *з одного боку*, це дозволить утримувати сприятливий реальний валютний курс для підтримки зовнішньоторговельного сальдо і зовнішньоекономічного збалансування, *з іншого* – зберегти купівельну спроможність готівкових заощаджень населення в іноземній валюті (не допускаючи втрат знецінення).

3. ЗОВНІШНЬОЕКОНОМІЧНИЙ СЕКТОР – НА ШЛЯХУ ДО ПОСЛАБЛЕННЯ ЧИ ЗМІЦНЕННЯ?

Зовнішня торгівля і рахунок поточних операцій. Як вказувалось, Україна є малою відкритою економікою із значним домінуванням імпорту товарів. Найближчим часом зовнішньоторговельний баланс найвірогідніше погіршуватиметься, зважаючи на зростання чи утримання на світових ринках вартості нафти на відносно високому рівні (чистим імпортером якої є Україна і на котуваннях якої базується вартість багатьох інших імпортованих товарів – газу, продукції хімічної промисловості, добрив тощо). Натомість цінова динаміка українського промислового експорту (зокрема, метали) помітно поступається (спадний тренд після 2018р.) динаміці енергетичних ресурсів. Водночас, світова **цінова динаміка аграрної продукції** (зокрема, зерно) може виявитись цілком сприятливою для України у 2020-2021рр., з чим пов'язуватиметься і посилення країни на експортних ринках (таблиця “Прогнозна цінова динаміка окремих товарів на світових ринках”¹).

Прогнозна цінова динаміка окремих товарів на світових ринках

	2017	2018(о)	2019(п)	2020(п)	2021(п)
Енергетичні ресурси (Індекс, 2010 = 100)	68,0	81,5	81,2	81,3	82,0
у т.ч. нафта (середня), \$/барель	52,8	65,0	65,0	65,4	65,9
Метали і мінерали (Індекс, 2010 = 100)	78,2	84,9	83,1	82,0	82,5
Зерно, \$/т	174	190	194	198	201

Зважаючи на вказане погіршення темпів зростання світової економіки і посилення протекціоністських заходів перспективи зовнішньоторговельної експансії для України у найближчі два роки не виглядають надто оптимістичними. Ситуація погіршується тим, що вже з **2019р. Україна недорахується значних фінансових ресурсів** внаслідок суттєвого скорочення (як зовсім негативний сценарій – припинення, що, втім, малоімовірно) транзиту газу, що суттєво позначиться на показниках експорту послуг. І загалом, рахунок поточних операцій (РПО) залишатиметься дефіцитним, а обсягів прямих іноземних інвестицій (ПІІ) буде не достатньо для його (дефіциту) покриття.

¹ World Bank Commodities Price Forecast. – <http://pubdocs.worldbank.org/en/458391524495555669/CMO-April-2018-Forecasts.pdf>.

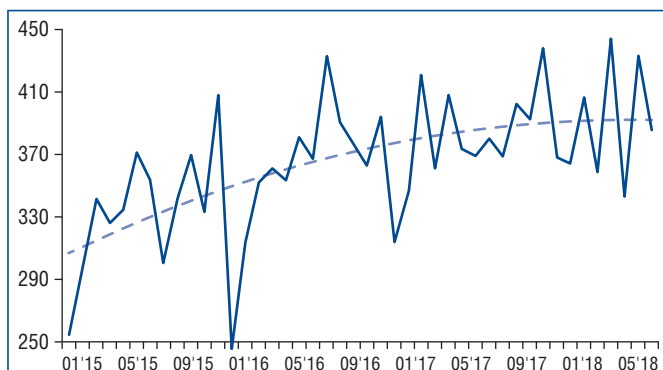
Так, якщо експорт товарів і послуг у 2017р. зріс на 17,1% (порівняно з попереднім роком), а їх імпорт на 19,2%, то у 2019р. (за нашими оцінками) експорт зросте менше, ніж на 6%, а імпорт – на 9%. І лише у 2021р. (першому році відновлення “помірного” поживлення) зростання експорту складе 12% і випереджатиме зростання імпорту. Між тим, зовнішньоторговельне сальдо (як окремо торгівлі товарами, так і торгівлі товарами і послугами) залишатиметься дефіцитним, і найвищий рівень дефіциту буде досягнуто у 2019-2020рр. (незначним чином менше 10% ВВП) (таблиця “Зовнішньоторговельний баланс України”).

Поряд з цим, збережеться досить високий рівень коштів (переказів), які надходять громадянам України з-за кордону, насамперед, від українських “заробітчан” (діаграма ““Чистий” приплив іноземної валюти до України...”).

Зовнішньоторговельний баланс України

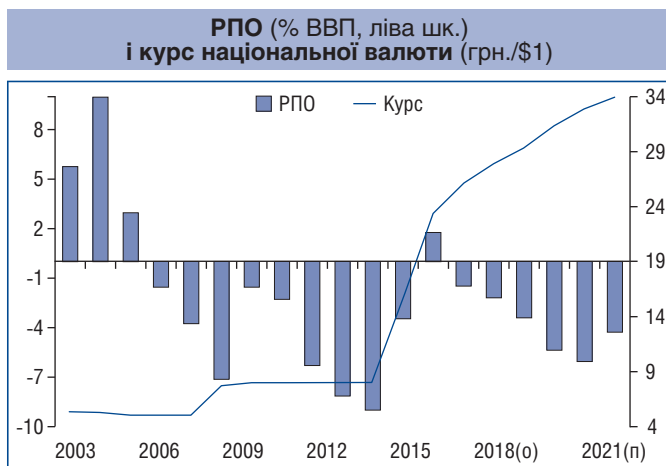
	2017	2018(о)	2019(п)	2020(п)	2021(п)
Сальдо зовнішньої торгівлі товарами, \$ млрд.	-9,7	-11,0	-12,7	-14,2	-12,7
Сальдо зовнішньої торгівлі товарами і послугами, \$ млрд.	-8,6	-10,2	-13,2	-13,7	-11,7
Сальдо рахунку поточних операцій, \$ млрд.	-2,4	-4,2	-7,2	-8,7	-6,7
РПО, % ВВП	-2,2	-3,4	-5,4	-6,0	-4,3
РПО + ПП, % ВВП	0,1	-1,0	-3,1	-3,3	-1,7
Коефіцієнт покриття імпорту експортом (товарів і послуг), %	86,2	84,8	82,1	82,2	85,5

“Чистий” приплив іноземної валюти до України через перекази фізичних осіб, \$ млн.



Однак, у 2020-2021рр. вказані обсяги надходжень зменшаться приблизно на \$1 млрд. до щорічного рівня близько \$5 млрд., що, втім, помітно перевищуватиме обсяги припливу ППІ (тобто головним зовнішнім інвестором, як і останніми роками, буде не бізнес, а доходи українців-“заробітчани”). У таких умовах сальдо РПО хоча й залишиться негативним, проте буде помітно меншим, ніж зовнішньоторговельний дефіцит (таблиця вище “Зовнішньоторговельний баланс України”).

Зазвичай, дефіцит поточних операцій нерозривно пов’язується із курсом національної валюти, а також зовнішньоборговими позиціями. В українській практиці вже стало “нормою”, що значне погіршення **негативного сальдо РПО** посилювало ризики, а після досягнення певного рівня, **провокувало суттєву девальвацію** національної грошової одиниці. І навіть спроби утримати курс від обвалу, що найчастіше мало не економічну, а політичну природу, були малорезультативними і лише посилювали девальваційний “ефект пружини”. За нашими спостереженнями, дефіцит РПО понад 7% і є саме тим рівнем, за якого обвал гривні є неминучим (діаграма “РПО і курс національної валюти”). Тому помірна і послідовна девальвація у 2019-2021рр. (на що вказувалось раніше), у т.ч. внаслідок девальвації національної валюти низки торговельних партнерів (див. *Розділ І*), дозволить зменшити як дефіцит РПО, так і сам девальваційний тиск.



Однак, з платіжним балансом можуть пов’язуватись ризики, які “з’являються” з позитивних тенденцій останніх років. Йдеться про стан **зовнішньоекономічних відносин з країнами ЄС**. Україна, хоча й подала, проте все ж входить у нові європейські торговельні ніші (врізка “Нові торговельні ризики для України у ЄС”). Хоча поки сальдо у торгівлі України з ЄС залишається дефіцитним, проте залучення України до логістичних і транспортних мереж Центральної і Східної Європи має сприяти його (дефіциту) покращанню.

НОВІ ТОРГОВЕЛЬНІ РИЗИКИ ДЛЯ УКРАЇНИ У ЄС

Розширення економічних зв'язків з ЄС – є, звичайно, позитивним результатом розвитку країни і має вітатись. Так, у І п/р 2018р. експорт товарів до країн ЄС становив \$9,8 млрд. і збільшився порівняно з І п/р 2017р. на 19,2% (на \$1,5 млрд.), імпорт – \$10,8 млрд. та збільшився на 12,4% (на \$1,2 млрд.), що засвідчує випереджаюче зростання експорту. Негативне сальдо становило \$977,4 млн., що є значно кращим показником порівняно з попереднім роком (у І п/р 2017р. було також негативне – \$1,4 млрд.).

У загальному обсязі зовнішньоторговельних операцій частка країн ЄС становила в експорті 42,1%, в імпорті – 41,5% (у І п/р 2017р. відповідно 39,8% і 42,3%). Проте структура експорту-імпорту товарів залишається незадовільною з точки зору утримання і зміцнення конкурентних позицій (низька частка товарів з високою доданою вартістю). Що є ризиковим у контексті конкурентоспроможності і втримання зовнішніх балансів.

Позитивним є також **розширення торгівлі послугами**, причому тут Україна має позитивне сальдо, що частково компенсує товарний дефіцит. Однак, у цій позитивній складовій можуть статись вкрай негативні ускладнення. Слід мати на увазі, що найближчим часом Україна **може втратити ресурси, пов'язані із транзитом сировинних і енергетичних ресурсів**. За нашими оцінками, певна частина транзиту все ж збережеться навіть після впровадження “Північного потоку-2”, однак значною мірою це вже залежатиме не стільки від України, скільки від позиції ЄС.

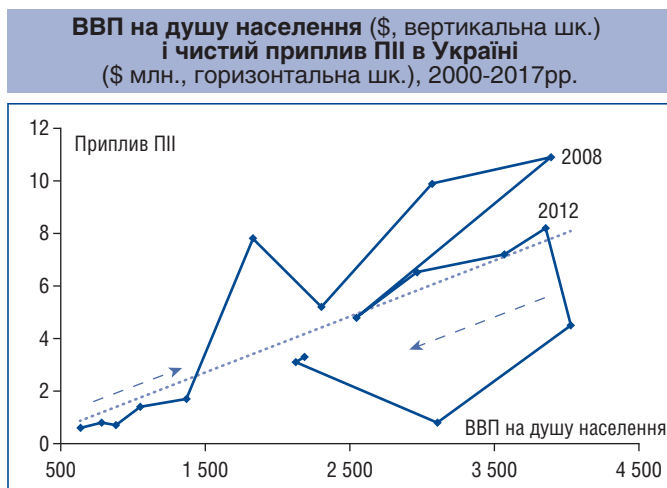
Прямі іноземні інвестиції. З точки зору збалансування платіжного балансу в умовах дефіцитного рахунку поточних операцій найкращими ресурсами є прямі іноземні інвестиції (ПІІ). Сьогодні Україна належить до найбідніших країн у Європі за припливом ПІІ. Ще десятиліття тому вважалося, що Україна має значний чинник привабливості ПІІ – дешева і кваліфікована робоча сила. У такому випадку припускається, що **інвестиції перетікатимуть з країни з високими зарплатами до країн з низькими**.

Більше того, відтік капіталів з країни з вищими зарплатами може означати і зниження попиту на відповідну робочу силу, а відтак і зниження заробітних плат і добробуту у країні-експортері інвестицій (що зовсім не означає, що зарплати обов'язково зростуть у країні-імпортері ПІІ). Відтак, як капітали, так і робоча сила спрямовуватимуться у “слабкі” країни, підвищуючи їх конкурентоспроможність і покращуючи добробут, і може стати свідченням високої кваліфікації і конкурентоспроможності, що слугуватиме додатковим чинником для позитивних інвестиційних рішень.

Однак, “кращі” фактори впливу на інвестиційні потоки засвідчують, що дедалі більше значення має не “дешевизна” робочої сили, а прискорене і упереджуюче зниження чи **послаблення регуляторних механізмів у**

зовнішньоекономічній сфері. І саме завдяки цьому інвестиційні потоки в країни Центральної і Східної Європи зростали (насамперед, у першій половині 2000-х років, коли відбувалась активна інтеграція до ЄС) і супроводжувались значним зростанням виробленого ВВП на душу населення.

Подібна динаміка була характерна і для України у докризовий період. Однак, останніми роками в Україні спостерігається погіршення ситуації з ПП – фактично відбувається “насиченість” зовнішніми інвестиціями (приплив ПП “законсервувався” навколо рівня \$3 млрд.), що супроводжується також зниженням вироблюваного ВВП на душу населення (діаграма “ВВП на душу населення і чистий приплив ПП в Україні”).

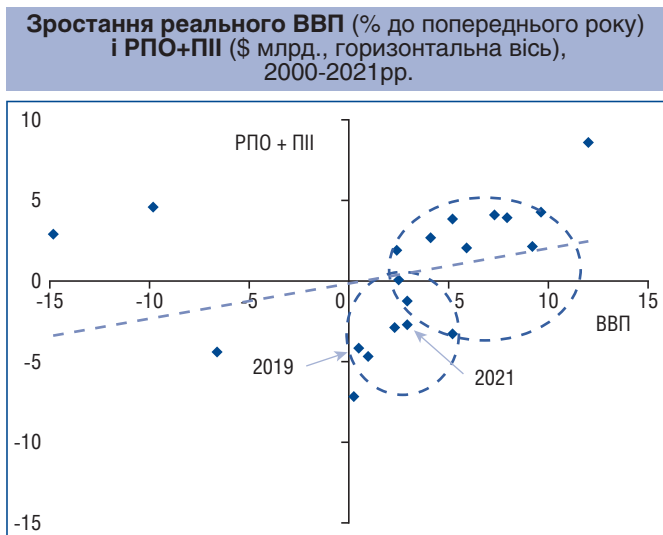


На жаль, слід констатувати, що вказана “насиченість” збережеться і у виборчий рік – у 2019р., так само як і у поточному 2018р., приплив ПП не перевищить \$3 млрд. Лише з другої половини 2020р., коли стане зрозумілою нова структура влади і будуть сформовані нові інститути, іноземні інвестори будуть розглядати можливості інвестування в Україну більш сміливо, проте обсяг припливу залишатиметься на рівні \$4 млрд. (тобто не вдасться повністю профінансувати дефіцит РПО).

Між тим, звернемо увагу ще на два макроекономічні спостереження стосовно **взаємозв’язків найвагоміших макроекономічних показників України у зовнішньоекономічній сфері** (зі складовою ПП).

(1). У переважній більшості випадків **зростання реального ВВП супроводжувалось позитивною величиною суми сальдо рахунку поточних операцій платіжного балансу (РПО) та обсягу припливу ПП** (діаграма

“Зростання реального ВВП і РПО+ПІІ”). Більше того, помітне зростання “необхідною” умовою саме й мало позитивне значення вказаної суми.



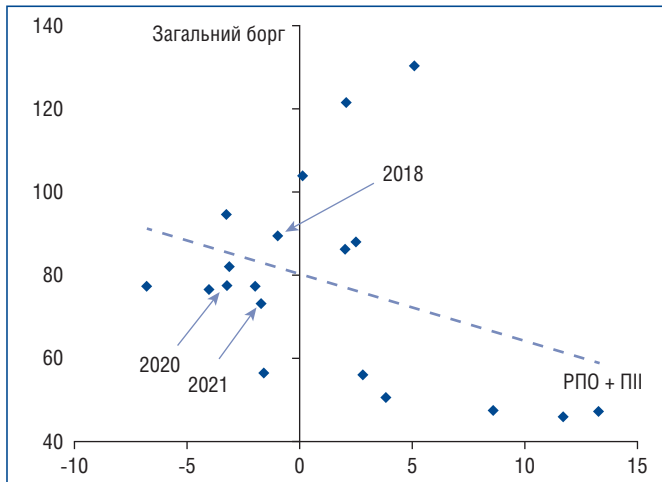
(2). Обернена (хоча й слабка) залежність між сумою РПО та ПІІ і величиною загального зовнішнього боргу, що й підтверджує “нормальне” положення про те, що у випадку погіршення платіжного балансу відбувається **нарощування зовнішньоборгових зобов’язань** (діаграма “Загальний зовнішній борг і РПО+ПІІ”). Тому й посилення припливу ПІІ слугуватиме вагомим чинником покращання зовнішньоборгових позицій України (про що докладніше далі).

Міжнародні резерви. Збереження високих зовнішньоторговельних дефіцитів, в умовах низького припливу зовнішніх ресурсів, у т.ч. ПІІ, означає, що Україна змушена буде досить активно **використовувати власні валютні резерви**, як для поточних виплат, так і забезпечення вимог за зовнішніми боргами (насамперед, державними).

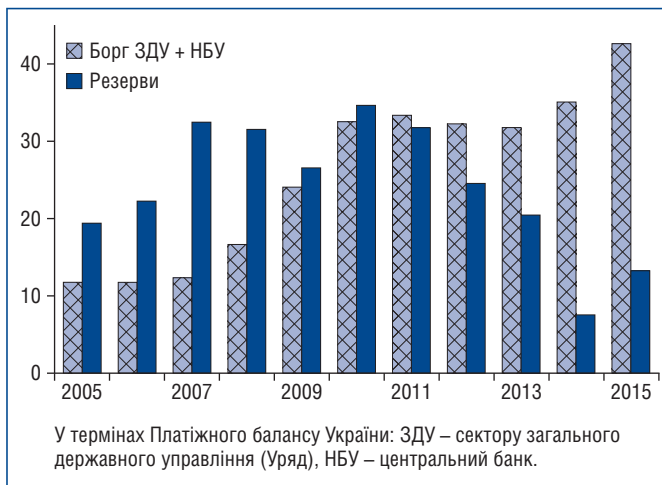
Слід нагадати, що у докризовий період Україна практично не мала проблем за зовнішньоборговими зобов’язаннями – рівень резервів суттєво перевищував загальний борг Уряду (ЗДУ) і НБУ (діаграма “Зовнішній борг Уряду і НБУ”)². Ситуація різко погіршилася після 2013р., і сьогодні за рахунок резервів можна покривати (та й то лише частково) лише найактуальніші зовнішні платежі. Докладніше про зовнішньоборгову проблематику – у наступному розділі.

² Докладніше див.: Сучасна валютна політика та особливості її реалізації в Україні. – Центр Разумкова, Київ: Заповіт, 2016. – 120с.

Загальний зовнішній борг і РПО+ПІІ, % ВВП



Зовнішній борг Уряду і НБУ, \$ млрд.



Тому найближчими роками, в умовах досить низьких можливостей виходу на міжнародні ризики запозичень, **Україна втрачатиме значні обсяги валютних резервів**, і найнижчий їх рівень буде спостерігатись у 2020р. І лише доступ до ринків капіталів, який стане “повноцінним” після оновлення програми співпраці з МВФ, дозволить країні у 2021р. не лише сплатити всі зовнішньоборгові зобов'язання, але навіть почати процес наповнення резервів, хоча у відносних показниках вони ще залишатимуться низькими (таблиця “Валютні резерви та їх макроекономічні співвідношення”).

Валютні резерви та їх макроекономічні співвідношення

	2017	2018(о)	2019(п)	2020(п)	2021(п)
Валові резерви, \$ млрд.	18,8	17,0	14,0	10,5	11,0
% ВВП	16,8	13,6	10,4	7,3	7,0
Покриття грошової бази резервами, %	131,4	116,1	93,0	65,4	61,9
Резерви у місяцях імпорту (товарів і послуг) наступного періоду	3,4	2,8	2,1	1,5	1,7
Покриття резервами боргу ЗДУ+НБУ, %	40,6	40,0	36,8	25,3	24,7

При цьому зауважимо, що переважна більшість макроекономічних індикаторів, пов'язаних з резервами, будуть меншими рекомендованих “критичних” рівнів. Так, зокрема, у 2020-2021рр. покриття грошової бази резервами (*Reserves-Monetary base ratio*) впаде нижче 70% (“безпечний” рівень – 100%), обсяг резервів у термінах імпорту знизиться до близько 1,5 місяців (за рекомендованих 3 місяців), також продовжиться девальвація національної валюти (див. вище). Втім, навіть за таких умов, за виваженої політики країна буде спроможна зберегти керованість економікою і відновити позитивну економічну динаміку.

4. БОРГОВІ ПОЗИЦІЇ – УНИКНЕННЯ ДЕФОЛТУ?

Серед складних проблемних питань, які постають перед Україною, **виокремлюється боргова проблематика** і, насамперед, стосовно зовнішнього боргу. Саме від того, наскільки країна впорається із зовнішньоборговими виплатами залежить її коротко- і середньострокова перспектива.

Міжнародний контекст. Слід зазначити, що боргова проблема при-
таманна не лише Україні чи іншим висхідним країнам. У докризовий період вважалося, що розвинуті країни вже давно закрили питання нарощування боргів і переважно виступали кредиторами висхідних країн. Однак, вже понад десятиліття боргова проблематика набуває дедалі більшої гостроти у гло-
бальних масштабах.

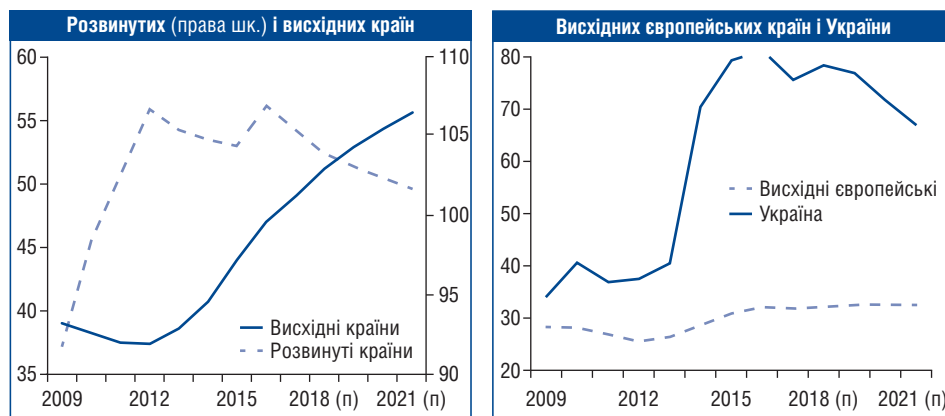
До характерних особливостей поглиблення боргових ризиків належить **зростання дефіцитів державних фінансів як розвинутих, так і висхідних економік**. Так, у 2006-2007рр. дефіцит узагальненого уряду розвинutih еко-
номік у середньому складав 1,2-1,4% ВВП, а євро-зони – 0,7-1,3% ВВП. Однак, у 2009-2010рр. дефіцити зросли до 8-9% ВВП і 6,2-6,5% ВВП, від-
повідно. Сальдо державних фінансів висхідних країн у ті ж роки з профі-
циту 0,1-0,2% ВВП погіршилось до дефіцитного показника понад 4% ВВП¹.
Тобто у перші посткризові роки відбулося посилення боргового навантаження
для всіх економічних агентів, і особливо значне було зростання державного
боргу, у т.ч. розвинutih економік, для головних з яких обсяг боргу переви-
щив 100% ВВП (діаграма “Середній борг узагальненого уряду ... розвинutih
і висхідних країн”, с.42).

Найближчими роками **відносні показники боргу** (Борг/ВВП), вірогідно,
**вдасться знизити лише тим розвинутим країнам, які зуміють приборкати
нинішню хвилю популізму в політиці.** Збільшення ж боргу висхідних країн
у глобальному масштабі відбуватиметься переважно за рахунок азійських
країн (які поки мають незначне боргове навантаження, оскільки відносно
недавно почали виходити на міжнародні боргові ринки), а також Південної
Америци, більшість країн якої, навпаки, вже мають значні боргові зобо-
в'язання, для виконання яких країни потребують дедалі більше ресурсів
(для виплат за вже накопиченими боргами). Європейським висхідним краї-
нам вдасться утримати відносно невисокі борги, на противагу Україні, обсяг
боргу якої стрімко зростав упродовж кризи 2014-2016рр., а також обвалу

¹ IMF Fiscal Monitor (випуски пізніх років). – <https://www.imf.org/external/>.

гривні, внаслідок чого суттєво збільшилися номінальні значення зовнішніх боргів (діаграма “Середній борг узагальненого уряду ... висхідних європейських країн і України”). Поряд з цим, у найближчі роки МВФ прогнозує і для України помітне покращення боргової позиції (попри макроекономічні і фінансові складнощі).

Середній борг узагальненого уряду, % ВВП



Хоча наведені загальні показники не виглядають критично, і, більше того, боргові позиції розвинутих країн демонструють тенденцію до покращення, а висхідні країни ще мають певний борговий “запас міцності” (відносний борг значно нижче “дозволеного” у 60%), проте, як вказувалось у розділі 1, фінансові проблеми двох найбільших економік – США і Китаю – формують високі глобальні фінансові ризики (врізка “Фіскальне і боргове навантаження США і Китаю”).

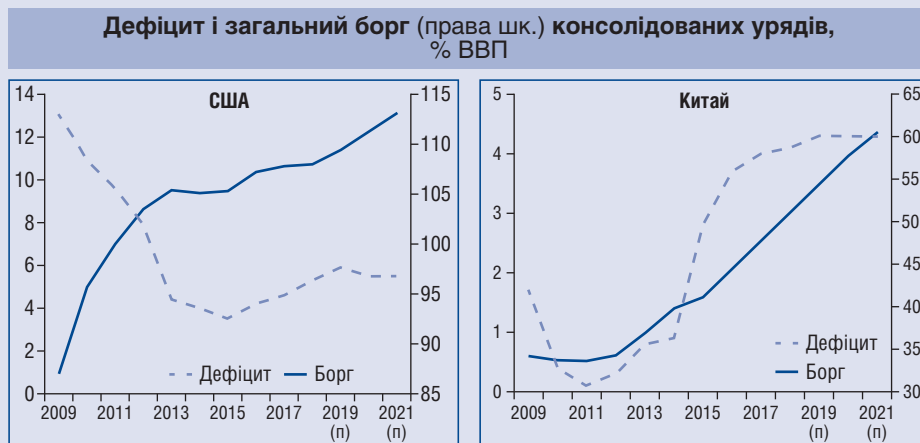
ФІСКАЛЬНЕ І БОРГОВЕ НАВАНТАЖЕННЯ США І КИТАЮ

Звернення до двох найбільших економік вказує на те, що їх боргові ризики не повинні недооцінюватись. Більше того, експертами вже висловлюється занепокоєння стосовно наближення нової хвилі боргової кризи, в якій не останню роль можуть зіграти саме найбільші країни. Нагадаємо, що у **посткризовий період фінансова політика** найбільших світових економік мала відверто **стимулюючий характер** і, водночас, була спрямована на поступове **збалансування державних фінансів**, насамперед, в частині зниження бюджетних дефіцитів. До 2014-2015рр. цих напрямів вдавалося дотримуватись – дефіцит у США скоротився до 3,5-4,0% ВВП (з 11-13% у 2009-2010рр.), у Китаї – хоча дещо підвищився, проте не перевищував 1% ВВП.

Ситуація з державними фінансами кардинально змінилась у 2015-2016рр. (діаграма “Дефіцит фінансів узагальненого уряду”) – у США закінчився спадний тренд дефіциту і започаткувалася стійка тенденція до його зростання, а у Китаї відбувся “перехід” до політики високих дефіцитів (у 2016р. дефіцит досяг 3,7% ВВП і надалі продовжує зростати).

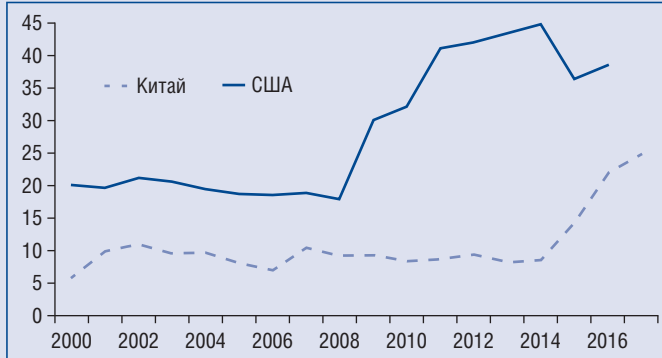


Між тим, порівняння динаміки фіскального дефіциту і державного боргу вказує на наростання розбалансування у Китаї, в той час, коли США дотримуються певних стійких рівнів, що дозволяє прогнозувати продовження встановленої динаміки і упродовж найближчих 3-5 років (діаграма “Дефіцит і загальний борг консолідованих урядів”).



Нагадаємо, що, як антикризову, США реалізовували політику монетарного послаблення із значним фінансуванням центральним банком викупу цінних паперів як державних, так і корпоративних, у зв'язку з чим заборгованість уряду перед банківською системою суттєво зросла. Проте надалі запроваджувалась більш жорстка політика фінансування державних потреб (діаграма “Вимоги банківської системи до центрального уряду”).

**Вимоги банківської системи до центрального уряду,
% ВВП**



Специфікою Китаю є те, що в країні зберігається значна частка державного сектору, а найкрупніші банки також є державними, до завдання яких входить пільгове кредитування підприємств, які вважаються важливими для національної економіки (часто визначаються за політичним принципом). Тоді ризики накопичення “поганих кредитів” зростають і формують борговий “навіс”. Поки не відомо, як довго може продовжуватись подібна політика.

У нинішніх умовах **розгортання торговельних воєн**, найвірогідніше, банківська система Китаю навіть збільшуватиме фінансування національних виробників, які втрачати значні зовнішні ринки (насамперед, у США та Європі). Тобто **разом з посиленням фіскальних дефіцитів, потреби подальшого втручання держави розширюватимуться**, а з тим зростатимуть і фінансові ризики для країни загалом.

І навіть найбільшим країнам потрібні будуть ресурси для фінансування внутрішніх потреб, а для інших **позик**, зокрема таких, які можуть надаватись **нестійким висхідним країнам**, з’являться **відчутні обмеження**. З цим треба буде рахуватись Україні, принаймні у коротко- і середньостроковій перспективі.

Україна. Боргова позиція України восени 2018р. виглядає **високоризиковою**. І такі ризики можуть **значно посилитись у випадку чергового “експериментування” податковою системою**, насамперед, шляхом запровадження популістських і сумнівних з точки зору стійкості бюджетно-податкової

системи нових податків (зокрема, т.зв. податку на виведений капітал). Є, однак, сподівання, що у складний виборчий рік **необґрунтовані податкові “новації” не будуть запроваджені.**

Внутрішній борг, сформований через **облігації внутрішньої державної позики (ОВДП)**, упродовж всього 2018р. незначним чином коливався навколо рівня 750 млрд. грн. Найвірогідніше, у наступні 2-3 роки цей борг рефінансуватиметься (і незначним чином може збільшитись). Зважаючи на структуру власності облігацій (практично весь борг зосереджений у банківській системі і розподілений навіпіл між НБУ і комерційними банками, переважно державними – діаграма “*Власники ОВДП, які знаходяться в обігу...*”), є підстави стверджувати, що **рефінансування відбуватиметься майже автоматично.** Тобто управління внутрішнім боргом не представляє проблем для уряду і монетарної влади.

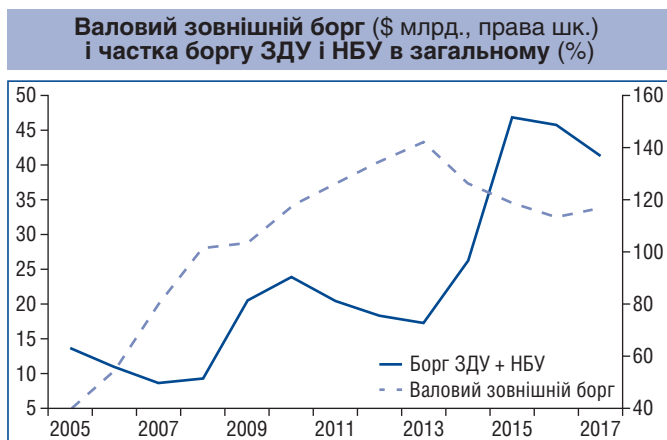


Звернемо увагу на одну особливу характеристику динаміки ОВДП у 2018р. У лютому-березні різко зріс **інтерес до ОВДП з боку нерезидентів** – майже втричі збільшився обсяг ОВДП в їх портфелі. Однак, всі облігації були короткострокові, а “інтерес” був зумовлений, з *одного боку*, **підвищенням ставок НБУ** (середньозважена ставка НБУ зросла з 16,62% до 18,0%), тобто зростанням прибутковості цінних паперів НБУ, з *іншого* – початком (сезонного) **зміцнення гривні**. Що означало для **нерезидентів практично безризикову можливість отримати валютну доходність на рівні гривневої**. Звичайно, отримавши прибутки, нерезиденти не збиралися їх капіталізувати, що означало додаткові державні втрати. Вочевидь, така практика не має нічого спільного з дійсним фінансуванням державного дефіциту.

У будь-якому випадку, внутрішній державний борг України та його рефінансування не є проблемною сферою для держави. Тому далі увага концентруватиметься на зовнішньому боргу, а також його впливу на макроекономічні рахунки.

Зовнішній борг. У докризовий період Україна мала цілком прийнятні показники зовнішнього боргу. Так, у 2006р. із валового зовнішнього боргу 54,5 млрд., борг сектору загального державного управління (ЗДУ) склав \$10,9 млрд., а борг центрального банку (НБУ) – лише \$0,9 млрд., і разом (ЗДУ+НБУ) борг не перевищував 11% ВВП. Однак, незбалансована і невиважена економічна політика призвели до того, що у 2013р. валовий зовнішній борг досяг \$142,1 млрд.

Зменшення загального зовнішнього боргу України, у т.ч. внаслідок ускладнення для країни доступу до зовнішніх ресурсів, упродовж 2014-2017рр. було не стільки наслідком “свідомого” вибору політики, скільки вимушеним кроком, зумовленим шоковою економічною кризою (у т.ч. посиленою російською агресією). При цьому, хоча валовий борг і зменшувався, проте різко зріс державний борг (борг ЗДУ плюс заборгованість НБУ перед МВФ). І саме у 2015-2016рр. після значних зовнішніх запозичень, які частково були дійсно необхідні для відвернення краху української економіки (падіння реального ВВП у 2014-2015рр. на 17%), узагальнений зовнішній державний борг зріс до \$43 млрд. (46% ВВП) (діаграма “Валовий зовнішній борг і частка боргу ЗДУ і НБУ в загальному”).



Хоча цей показник не виглядає надто критично, проте **структура узагальненого державного боргу** вказує на **високий рівень зовнішньоборгових ризиків**, оскільки саме на найближчі три роки припадають головні

виплати. Так, згідно з експертними оцінками², якщо у 2018р. Україна за борговими зобов'язаннями повинна була сплатити \$3,6 млрд., то у 2019р. вже буде потрібно \$6,5 млрд., 2020р. – \$6,9 млрд., 2021р. – \$6,3 млрд.³

Вірогідно, Україна повинна буде **розраховувати переважно на власні ресурси**. Раніше очікувалось, що продовжиться **програма фінансування з МВФ**, що дозволить також залучити кошти Світового банку і ЄС, з'явиться сприятлива можливість розмістити євробонди (загальним обсягом \$5 млрд.), чим, звичайно, вдалося б профінансувати всі виплати у поточному і наступному (виборчому) році. Однак, видається, **ці очікування – нездійсненні**.

Проте зазначимо, що для України критично важливо навіть у таких несприятливих умовах продемонструвати власну спроможність впоратись із складними проблемами. Зрозуміло, буде втрачено значну частку валютних резервів. І країна, навіть в таких умовах, має активно вишукувати можливості виходу на зовнішні ринки запозичень чи залучитись підтримкою впливових країн (насамперед, США, Канади), фінансові гарантії яких допомогли б країні отримати необхідні ресурси.

Україна по суті має лише два сценарії виходу із зовнішньоторгової кризи:

- намагатися прискорити реформування структури економіки, покращити інвестиційний клімат і терміново розпочати діалог (переговори) з найбільшими міжнародними кредиторами, насамперед, США і МВФ, стосовно часткової реструктуризації боргових виплат (у т.ч. більш м'яких умов для України);
- одразу після президентських виборів оголосити про неможливість повних виплат за зовнішніми боргами у 2020-2021 рр. (фактично – дефолт).

Загальний **напрямок політики у борговій сфері за першим сценарієм – поступове зменшення як валового зовнішнього боргу, так і державного зокрема** (тобто країна буде позичати менше, ніж сплачувати, у т.ч. виконуючи зовнішні виплати за рахунок міжнародних резервів, про що йшлося вище). При цьому, за умови **недопущення дефолту у 2019-2020рр.**, Україна вже наприкінці 2020р. чи у 2021рр. зможе **повернутися на ринки суверенних запозичень**, що, хоча й дещо підвищить зовнішній борг, проте надасть економіці країни додаткової стійкості.

² Як Україні розрахуватися з боргами й уникнути дефолту. – <https://minfin.com.ua/ua/2018/08/31/34746639/>.

³ Крім того, найближчим часом, вірогідно, буде оголошене остаточне рішення (Апеляційного суду Англії) стосовно “боргу Януковича”, за яким Україна повинна буде сплатити Росії ще \$3 млрд.

Поряд з цим, хоча Україна й виграла перший великий міжнародний суд, за рішенням якого Росія має сплатити Україні значні валютні кошти, проте **вірогідність реального отримання таких коштів – вкрай низька**. І найближчими роками не доречно розраховувати на те, що такі кошти дозволять хоча б частково профінансувати зовнішньоторгові плати України.

Поряд з цим, **приватний сектор**, хоча й зіштовхнеться з певними ресурсними проблемами, однак потрібно врахувати, що значна частина зобов'язань – це **борг українських “дочірніх” компаній перед своїми “материнськими”** (головними акціонерами), який, зазвичай, рефінансується на постійній основі. Ми виходимо саме з такого “обмеженого” сценарію. І прогнозні зовнішньоборгові показники виглядають наступним чином (таблиця “*Зовнішній борг України*”).

Зовнішній борг України					
	2017	2018(о)	2019(п)	2020(п)	2021(п)
Валовий зовнішній борг, \$ млрд.	116,6	112,0	110,0	112,0	115,0
% ВВП	103,9	89,3	82,1	77,5	73,2
Борг ЗДУ + НБУ, \$ млрд.	46,3	42,5	38,0	41,5	44,5
% експорту товарів і послуг	86,0	74,5	63,0	63,1	59,7

Другий сценарій – **обмеженого дефолту** – хоча й виглядає загрозливо, проте не обов'язково носить катастрофічні наслідки. І за належного державного управління може надати країні певні вигоди. Підкреслимо, **навіть оголошення дефолту** зовсім не означає, що економіка країни розвалиться, країна втратить всі внутрішні і зовнішні ринки, унеможливиться доступ до зовнішніх ресурсів. Ускладнення, звичайно, будуть, проте вони не матимуть характеру апокаліпсису, а країна, за **належного управління**, зможе **продовжувати розвиватись** (врізка “*Вихід Аргентини з дефолту*”).

Коли йдеться про “**належне управління**”, то, звичайно, першочергово вимагається, щоб **державні рішення були прозорі, зрозумілі, носили виключно раціональний (неполітизований) характер**. На жаль, від української політичної та урядової практики годі чекати таких дій та заходів. Одним з останніх, певним чином “шокових”, рішень уряду стало приватне розміщення піврічних єврооблігацій України наприкінці серпня на \$725 млн. під 9,1% річних⁴. Видається, цей випуск, який розміщено, як вказується, серед провідних українських інвесторів, не належить до раціональних. *По-перше*, надто висока прибутковість. *По-друге* – вкрай короткий термін. Фактично, інвестори за півроку отримають гарний безризиковий прибуток, який може розглядатись як заохочення для подібних подальших дій.

Борг, прив'язаний до динаміки реального ВВП. Український борговий портфель має певним чином особливі інструменти, які раніше у вітчизняній практиці не використовувались. Нагадаємо, восени 2015р. Україна провела вимушену реструктуризацію зовнішнього боргу. Реструктуризація торкнулась зовнішніх зобов'язань країни, обсягом \$3,8 млрд. Кредитори погодились списати частину зовнішнього боргу України в обмін на **компенсаційні (похідні) цінні папери (warrants)**, сплата за якими відбуватиметься

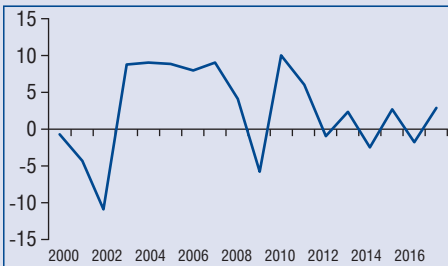
⁴ Україна вийшла на міжнародний ринок капіталу з приватним розміщенням. – <https://www.minfin.gov.ua/news/view/ukraina-vyishla-na-mizhnarodnyi-rynok-kapitalu-z-pryvatnym-rozmishchenniam?category=novini-ta-media>.

ВИХІД АРГЕНТИНИ З ДЕФОЛТУ

Наприкінці 2001р. Аргентина оголосила дефолт за своїми суверенними боргами. Хоча це був вже не перший оголошений дефолт країн Південної Америки, проте саме вказана подія мала особливий резонанс, оскільки у попередні роки Аргентина розглядалась як один з лідерів реформувань на континенті.

Вочевидь, з'явилося безліч коментарів, більшість з яких наголошували на суттєвих складнощах для країни. Однак, песимістичні сценарії значною мірою виявились надмірними. Так, хоча у 2001-2002рр. дійсно спостерігалось значне економічне падіння, проте наступними роками (до глобальної кризи) темпи зростання сягали 8-9%. У посткризовий період економічна динаміка була досить мінлива, проте загалом мала позитивну спрямованість (діаграма “Зростання реального ВВП Аргентини”). Як наслідок, ВВП на душу населення продовжував послідовно зростати, у т.ч. у доларовому еквіваленті, як за поточним курсом (діаграма “ВВП на душу населення”), так і з врахуванням паритету купівельної спроможності.

**Зростання реального ВВП Аргентини,
% до попереднього року**



**ВВП на душу населення,
\$ (за поточним курсом)**



У борговій сфері, хоча у перші роки після оголошення дефолту зовнішні запозичення були ускладнені, у т.ч. внаслідок їх здорожчання для країни, проте невдовзі – спочатку приватний сектор, а потім і державний – почали відновлювати позиції на міжнародних ринках (діаграма “Загальний і приватний негарантований зовнішній борг”).

**Загальний і приватний негарантований зовнішній борг,
\$ млрд.**



Звичайно, країна залишається вразливою до зовнішніх шоків. Проте катастрофічні сценарії, ризики яких розглядались як високі, фактично не справдилися.

упродовж 2021-2040рр. Особливістю цих паперів є те, що виплати не мають фіксованого характеру і прив'язані до показників економічної динаміки. Водночас, вони явно не фігурують у боргових показниках країни.

Зауважимо, що повну офіційну інформацію розрахунків про вигоди і втрати такого інструменту Міністерство фінансів не надавало, в Україні це коментували лише окремі фахівці фінансових ринків⁵. Звернемось до міжнародних джерел розрахунків щорічних боргових виплат, наслідуючи *J.P.Morgan*⁶, щоб оцінити складність виконання боргових вимог для України.

Виплати за компенсаційними цінними паперами відбуватимуться упродовж 20 років, на основі показників т.зв. базисних років (*Reference years*), які передують поточному, для якого і обчислюється обсяг виплат. Проте безпосередньо виплати відбуватимуться вже наступного року (по закінченню І кв.). **Базисними роками** є 2019-2038рр., сплати відбуваються (якщо такі є) у 2021-2040рр., а після 31 травня 2040р. (дата завершення) будь-які виплати за даними паперами припиняються.

Для визначення виплат у поточному році використовуються наступні макроекономічні показники:

- номінальний ВВП базисного року,
- зростання реального ВВП поточного року,
- дефлятор ВВП поточного року⁷,
- номінальний обмінний курс (грн./\$1), середній за перший квартал наступного року.

За цими даними наприкінці квітня (дата розрахунку – 30 квітня) розраховується обсяг виплат, які виконуються наприкінці травня (дата сплати – 30 травня). Тобто певним чином країна має незначну відстрочку у виплатах. Крім того, є дві умови, сприятливі для України. (1). У 2021-2025рр. загальний обсяг виплат кредиторам не може перевищувати 1% ВВП. (2). Виплати не відбуваються у випадку, якщо доларовий еквівалент номінального ВВП будь-якого базисного року буде меншим, ніж \$125,4 млрд. (за середнім курсом такого року). Також певним позитивом при розрахунку обсягу зовнішніх виплат є те, що сезонним фактором є прискорення девальвації у І кв. року з помітним зміцненням гривні у весняно-літній період. Тобто ґрунтуючись на курсових показниках І кв., Україна може дещо “зеконотити” у доларових боргових виплатах.

⁵ Див., зокрема: Списание украинского долга: до 2019 года мы вообще не будем выплачивать основную сумму займов. – <https://fakty.ua/206571-spisanie-ukrainskogo-dolga-do-2019-goda-my-voobcshe-ne-budem-vyplachivat-osnovnyu-summu-zajmov>.

⁶ Ukraine: Updating growth forecasts and implications for GDP warrants. / J.P.Morgan Europe Emerging Markets Research, August 2017.

⁷ Вважається, що номінальний ВВП базисного року, зростання реального ВВП і дефлятор ВВП дозволяють оперативні і достатньо точно визначити номінальний ВВП поточного року (загалом, уточнення показника ВВП відбувається упродовж 15 місяців після закінчення року), за яким і буде розраховуватись обсяг виплат.

Розрахунки обсягів виплат відбуваються наступним чином:

(а) якщо зростання реального ВВП у поточному році не перевищує 3%, то жодні виплати не проводяться;

(б) Україна сплачуватиме 15% за “додатковий” приріст реального ВВП понад 3%, але не вище 4% зростання, помножене на номінальний ВВП і дефлятор попереднього року ($t-1$) (тобто оцінка ВВП поточного року):

Якщо $3\% < \text{зростання реального ВВП} \leq 4\%$, то

Виплати = $15\% \times (\text{реальне зростання} - 3\%) \times (1 + \text{Дефлятор ВВП}) \times \text{Номінальний ВВП}_{t-1}$;

(в) при перевищенні зростання реального ВВП на понад 4%, до 0,15% показника ВВП попереднього року додадуться ще 40% від приросту реального ВВП вище 4%, помножених на номінальний ВВП попереднього року:

Якщо $\text{зростання реального ВВП} > 4\%$, то

Виплати = $[15\% \times 1\% \times (1 + \text{Дефлятор ВВП}) \times \text{Номінальний ВВП}_{t-1}] + 40\% \times (\text{реальне зростання} - 4\%) \times (1 + \text{Дефлятор ВВП}) \times \text{Номінальний ВВП}_{t-1}$.

Для прояснення ситуації розглянемо випадок перших виплат. Згідно з нашим представленим прогнозом, доларовий еквівалент номінального ВВП 2018р. складе якраз \$125,4 млрд., що означає “включення” механізму розрахунку виплат за результатами 2019р. При вказаному зростанні реального ВВП менше, ніж на 3% (у нашому прогнозі – 0,5%) жодні виплати у травні 2020р. виконуватись не будуть.

Зазначимо, при зростанні реального ВВП у 2019р. на 3% доларовий еквівалент номінального ВВП складатиме \$137 млрд. При зростанні на 3,5% (за збереження інфляційних і курсових показників) доларовий еквівалент ВВП складе \$138 млрд., тобто номінальне “додаткове” зростання доларового еквіваленту номінального ВВП складе приблизно на \$1 млрд., при цьому боргові виплати трохи перевищать \$100 млн. При цьому усереднена “надлишкова” ставка (за додатковий приріст) за виплатами знаходиться на рівні 10% (менша, ніж гранична 15%).

З тих же вихідних умов, при реальному зростанні 5%, доларовий еквівалент сягне \$140 млрд. При цьому, додатковий приріст складе \$3 млрд., а виплати – \$650 млн. (тобто з **додаткового приросту** приблизно 20% підуть на виплати). Хоча цей показник і досить значний, проте такі виплати зможуть відбутись за умови 5% зростання реального ВВП, що суттєво зменшує їх обтяжливість для економіки.

Загалом, **якщо вдасться забезпечити стійке довгострокове зростання, то розрахункові виплати не матимуть надто гальмівного характеру.** Більше того, якщо країна упродовж 3-5 років дотримуватиметься повних і своєчасних виплат, то це зможе стати цілком позитивним сигналом для міжнародних інвесторів і кредиторів **стосовно надійності українського економічного середовища і раціональності економічної політики.**

Зведена таблиця окремих головних макроекономічних показників

	2017	2018(о)	2019(п)	2020(п)	2021(п)
Реальний ВВП, % зростання	2,5	2,9	0,5	1,0	2,9
ВВП, трлн. грн.	2,98	3,54	4,09	4,62	5,23
ВВП, \$ млрд.	112,2	125,4	134,0	144,5	157,1
Кінцеві споживчі витрати, % ВВП	86,9	88,4	90,0	89,0	87,0
Валове нагромадження, % ВВП	20,7	19,8	19,5	20,5	21,0
Зростання ІСЦ, % (груд.-груд.)	13,7	9,8	10,7	8,3	7,4
Курс: грн./\$1 (середній за період)	26,6	28,2	30,5	32,0	33,3
Сальдо зовнішньої торгівлі товарами, \$ млрд.	-9,7	-11,0	-12,7	-14,2	-12,7
Сальдо зовнішньої торгівлі товарами і послугами, \$ млрд.	-8,6	-10,2	-13,2	-13,7	-11,7
Сальдо рахунку поточних операцій, \$ млрд.	-2,4	-4,2	-7,2	-8,7	-6,7
Сальдо рахунку поточних операцій платіжного балансу (РПО), % ВВП	-2,2	-3,4	-5,4	-6,0	-4,3
РПО + ПП, % ВВП	0,1	-1,0	-3,1	-3,3	-1,7
Коефіцієнт покриття імпорту експортом (товарів і послуг), %	86,2	84,8	82,1	82,2	85,5
Валові резерви, \$ млрд.	18,8	17,0	14,0	10,5	11,0
% ВВП	16,8	13,6	10,4	7,3	7,0
Покриття грошової бази резервами, %	131,4	116,1	93,0	65,4	61,9
Резерви у місяцях імпорту (товарів і послуг) наступного періоду	3,4	2,8	2,1	1,5	1,7
Валовий зовнішній борг, \$ млрд.	116,6	112,0	110,0	112,0	115,0
% ВВП	103,9	89,3	82,1	77,5	73,2
Борг загального державного управління (ЗДУ) + НБУ, \$ млрд.	46,3	42,5	38,0	41,5	44,5
% експорту товарів і послуг	86,0	74,5	63,0	63,1	59,7
Покриття резервами боргу ЗДУ+НБУ, %	40,6	40,0	36,8	25,3	24,7

ВИСНОВКИ І НАПРЯМИ ДІЙ ПОСИЛЕННЯ ЕКОНОМІЧНОЇ СТІЙКОСТІ

Наприкінці 2018р. Україна знаходиться у ситуації прискореного зростання широкого кола ризиків, значна частина яких може активізуватись і проявитись саме у 2019-2020рр. Ці ризики мають як зовнішні, так і внутрішні чинники (складові) і, як засвідчує досвід, мають властивість нагромаджуватись і “вивільнятись” “сніговою лавиною”.

Сьогодні слід зосередити увагу на забезпеченні країни від повторення “старих” і появи і дії “нових” негативних економічних чинників і складових, які можуть перекреслити все ж наявні позитивні (хоча часто і суперечливі) здобутки. Поряд з цим, за нашими оцінками, країні вдасться уникнути дефолту і не допустити нового економічного обвалу. На наше переконання, хоча Україна й не зможе вийти на шлях стійкого зростання упродовж наступних 2-3 років, проте все ж убережеться від нової хвилі руйнівної кризи.

1. Слід підкреслити, що виборчий марафон упродовж фактично всього 2019р. гальмуватиме будь-які наміри запровадження економічних трансформацій та обмежуватиме можливості стимулювання економічної активності. Водночас, влада, вірогідно, буде навіть посилювати втручання у бізнес-діяльність, у т.ч. через фіскальні служби для наповнення бюджетів і виконання соціальних обіцянок, що також негативно впливатиме на спроможність бізнесу до зростання і прискорення. Тому, навіть уникнення економічного обвалу у 2019р. вже зможе розглядатись як позитивний результат і стане підтвердженням відносної міцності національного економічного середовища.

Поряд з цим, попри внутрішні і зовнішні ускладнення, Україна саме у 2019-2020рр. має продемонструвати свою економічну і політичну міцність, вміння долати складні накопичені суперечності, мінімізувати ризики і виклики як національного, так і глобального характеру. У будь-якому випадку низка напрямів дій і заходів економічної політики видаються вкрай важливими для втілення в систему державного управління, що дозволить утримати нинішні економічні позиції України, не допустивши нової руйнівної кризи.

2. В Україні значимим є взаємозв'язок між рівнем інфляції та змінами значень курсу, що зумовлено, насамперед, високою чутливістю українців до коливань валютного курсу (та його впливу на інфляційні очікування). Номінальне послаблення гривні найближчими роками видається неминучим,

зважаючи на постійний і стійкий зовнішньоторговельний дефіцит і зовнішньоборгове навантаження, і як позитивний варіант слабка (поміркована) девальвація може привнести елементи стійкості в макроекономічне середовище.

Тому важливим залишається підтримання стійкості валютної динаміки (насамперед, у частині зменшення курсових коливань і недопущення обвалів національної грошової одиниці), що на сьогодні є питанням національної безпеки, а також слугує найвагомішим фактором і критерієм оцінки громадянами макроекономічної стабільності, мірилом ефективності дій влади.

3. Подальше монетарне звуження розглядається нами як згубне для України. Побожування ж нинішнього керівництва НБУ розкручування інфляційної спіралі означає, що у 2018-2020рр. реальний приріст грошових залишків (зростання реальних монетарних агрегатів – зростання номінальних показників зважених на індекс інфляції), в кращому випадку, знаходитиметься на нульовому рівні, що унеможливує прискорення відновлення реального сектору.

Тому, *по-перше*, необхідним є законодавче закріплення відповідальності НБУ за економічне зростання. Головною метою НБУ має визнаватися підтримка економічного зростання (як домінанта політики НБУ) поряд зі збереженням цінової та фінансової стабільності.

По-друге, необхідним є запровадження послідовного переходу від обмежуючої монетарної політики (обмеження грошової маси, кредитування, високих процентних ставок), яка була характерна для останніх 4 років, до стимулюючої монетарної політики. Насамперед, до зниження ключових процентних ставок НБУ – зокрема зменшення облікової ставки до рівня цільового показника інфляції на кінець року з коридором для кредитних та депозитних операцій НБУ, що приведе до здешевлення гривневих кредитів бізнесу, зменшення очікуваної інфляції, а також збільшення прибутків бізнесу.

По-третьє, орієнтиром для банківської системи має стати щорічне зростання обсягів кредитування щонайменше на 10-15% з відповідним зниженням вартості кредитування для населення, малого і середнього бізнесу (цільовий рівень інфляції плюс 3-5%). Українська практика спростовує міф про “згубний” вплив зростання монетарних агрегатів на інфляційну динаміку. Саме безуспішні спроби НБУ приборкати інфляцію монетарними обмеженнями негативно і пригнічуючи впливали на економічну динаміку, на розширення виробництва і розвиток бізнесу.

4. Проведення прискіпливого аналізу ситуації у банківському секторі, насамперед, в частині як невинуватених (політизованих) банкрутств окремих банків, так і надмірного збагачення упродовж 2014-2017рр. При цьому, водночас, переслідуватиметься мета відновлення ділової репутації власників і керівників тих банків, які невинуватено були виведені з банківської системи.

Запровадження заходів забезпечення стійкості банківської системи:

- жорсткого контролю за використанням комерційними банками кредитів рефінансування, відпрацювання механізмів неможливості перетікання кредитів рефінансування на валютні ринки;
- системи щорічної оцінки стійкості банків, що дозволить виявляти не лише поточні, але й середньострокові ризики банків (у т.ч. пов'язані зі структурою пропозиції грошей), а з тим – і можливість сформувати належний капітал і резерви.

5. Терміновими заходами для підтримки експортного та інвестиційного потенціалу можуть стати:

- реєстрація Експортно-кредитного агентства (ЕКА) і створення процедури роботи ЕКА спільно з *Ексімбанком* для просування технологічного українського експорту, що сприятиме поступовій переорієнтації експорту з сировинних товарів на товари з вищою доданою вартістю, а з тим – зменшенню ризиків курсової нестабільності та девальвації гривні;
- за участі міжнародних донорів створення фонду зі страхування політичних ризиків для іноземних інвесторів в Україні, а також для підтримки вітчизняних експортерів та інвесторів на міжнародних ринках;
- державне звернення Уряду України до міжнародних фінансових організацій, урядів США, Японії та ЄС про спільне створення Фонду прямих інвестицій обсягом \$5-7 млрд. для фінансування інфраструктурних та інтеграційних комерційних проектів в Україні, який функціонуватиме на засадах кращих світових практик (у т.ч. із сприятливою вартістю ресурсів та капіталів).

6. У частині фіскальної підтримки інвестиційної політики:

- законодавче закріплення того, що мінімальний обсяг державних інвестицій повинен дорівнювати обсягу всієї нової заборгованості, тобто обсяг запозичень протягом року не може перевищувати обсяг бюджетних витрат на фінансування інвестицій (тобто споживчі витрати не можуть призводити до збільшення дефіциту і боргового навантаження);
- часткове вилучення інвестиційних видатків із обсягів оподатковування (що може “доповнювати” прискорену амортизацію);
- звільнення від податку на прибуток підприємств коштів, які спрямовуються на нові (“зелені”) інвестиції.

7. Значний потенціал розвитку країни пов'язаний із зміцненням інституту ефективного приватного власника. Попри можливі втрати через низьку вартість об'єктів в кризових умовах, сьогодні більш важливо передати

підприємства в руки ефективного власника, а також продемонструвати політичну рішучість впровадження широкої, прозорої, відкритої приватизації з допуском всіх (окрім країни-агресора) потенційних інвесторів.

Особливостями приватизаційних процесів стануть:

- велика приватизація відбуватиметься через повністю відкриті конкурси;
- структурні зміни домінуватимуть над іншими приватизаційними цілями, у т.ч. наповненням бюджетів, що, водночас, означає “агресивний” пошук належного власника;
- щороку кількість державних підприємств скорочуватиметься на половину.

8. Україна має намагатись уникнути сценарію дефолту. Однак, зважаючи на складну зовнішньоборгову ситуацію, такий сценарій все ж можливий. Однак, він не повинен носити катастрофічні наслідки. Навіть оголошення дефолту зовсім не означає, що економіка країни розвалиться, країна втратить всі внутрішні і зовнішні ринки, унеможливиться доступ до зовнішніх ресурсів. При належному державному управлінні наслідки навіть такого сценарію зможуть бути мінімізовані.

Нинішній кризовий стан української економіки вимагає, поряд із запровадженням стабілізаційних процесів, також заходів, спрямованих на довгостроковий стійкий розвиток за міжнародної допомоги. Важливим є посилення взаєморозуміння з міжнародними інвесторами як для консультативної допомоги, так і отримання фінансових ресурсів, а з тим і спрямування таких коштів до реального сектору економіки та фінансування проектів соціальної інфраструктури, енергозбереження, підтримку малого і середнього бізнесу тощо.

Якщо ж країні вдасться запобігти внутрішньому розбрату і утримати економіку від скачування до прірви, то є підстави дивитись у 2021р. з обережним оптимізмом.

**Попередні видання Центру Разумкова
серії “Дискусії про економічний розвиток”**

Глобальні тенденції і перспективи: світова економіка та Україна – К., 2018, 202 с.

Виклики і ризики розгортання кризових процесів в Україні та напрями економічної політики їх запобігання. – К., 2017, 156 с.

Завдання і перспективи інвестиційно-інтеграційного розвитку України. – К., 2017, 124 с.

Політика монетарного розширення на підтримку зростання і розвитку. – К., 2016, 116 с.

Сучасна валютна політика та особливості її реалізації в Україні. – К., 2016, 120 с.

Борги: час брати і час віддавати. Глобальні тенденції та виклики для України. – К., 2015, 72 с.

Перспективи виходу України на ринки висхідних країн. – К., 2015, 116 с.

СЦЕНАРІЙ-ПРОГНОЗ РОЗВИТКУ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ: ОБМЕЖЕНИЙ ПЕСИМІЗМ

Редактор видання – Ганна Пашкова
Комп'ютерна верстка і дизайнерський супровід – Тетяна Овсяник

Видавництво “Заповіт”
01011, Київ, вул. Панаса Мирного, 7-а, офіс 9.
e-mail: zapovit@gmail.com