

Центр Разумкова

**Чинники, складові і результати
запровадження і реалізації
антикризової політики
в окремих країнах світу та Україні.
Прогноз соціально-економічного
розвитку України у 2021р.**

Factors and Results
of the Implementation of Anti-crisis Policy in Selected Countries.
Forecast of Ukraine's Economic Development in 2021

Київ 2021

Чинники, складові і результати запровадження і реалізації антикризової політики в окремих країнах світу та Україні. Прогноз соціально-економічного розвитку України у 2021р. / *Наук. ред. В.Юрчишин.* – Київ: Заповіт, 2021, 200с.

Редактори: *Ганна Пашкова, Галина Баланович*

Публікація здійснена за фінансової підтримки Представництва
«ФОНДУ ФРІДРІХА НАУМАННА ЗА СВОБОДУ» в Україні



**FRIEDRICH NAUMANN
FOUNDATION** For Freedom.
Ukraine and Belarus

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

Постійна електронна адреса:

https://razumkov.org.ua/uploads/article/2021_ukraine_economic_forecast.pdf

ISBN 978-966-7272-93-7

© Центр Разумкова, 2021
© Видавництво «Заповіт», 2021

Бібліотека Центру Разумкова. Серія «Дискусії про економічний розвиток»

Передмова

Винятковість року, що минув – 2020 – зумовлена, насамперед, тим, що людство вперше у XXI столітті зіштовхнулося із глобальною загрозою COVID-пандемії, яка спричинила значні людські, соціальні, економічні втрати і яка вимагала застосування безпрецедентних заходів протидії.

Однією з важливих особливостей коронавірусної кризи є те, що вона з самого початку розповсюдження (лютий 2020р.) виявилася надзвичайно «синхронізованою» – всього за 2-3 місяці охопивши дійсно практично всі країни світу, спричинивши глибоке соціально-економічне падіння. Це не лише унеможливило залучення і концентрацію ресурсів, необхідних для захисту здоров'я і лікування людей у різних країнах, але й ускладнювало взаємні консультації і допомоги між урядами, що, своєю чергою, погіршувало можливості міжнародної співпраці, послаблювало довіру між країнами взагалі.

У різних країнах запроваджувались широкі антикоронавірусні, антикризові заходи, чому присвячені численні аналітичні дослідження. Хоча коронавірусні впливи стосуються практично всіх сфер суспільно-політичного і соціально-економічного середовища, у цій публікації головна увага сконцентрується на виявах і економічних результатах протидії т.зв. першій хвилі пандемії, а з тим – очікуваннях і напрямках економічного розвитку, які матимуть місце і визначатимуть розвиток у 2021р., в якому, як очікується, коронавірусна криза буде подолана.

Досвід економічних системних негараздів і кризових процесів засвідчує, що вихід з негативної економічної динаміки зазвичай буває досить важкий і значно довший (ніж впадання у кризове провалля). І навіть завершення активної фази навряд чи одразу означатиме збалансування і зміцнення провідних економік, ще складнішими будуть завдання для висхідних, до яких належить і Україна. Тому сьогодні вкрай важливо визначитися з результатами і наслідками запроваджених антикоронавірусних заходів, а також фундаментальними припущеннями стосовно економічних процесів, якими визначатимуться стан і тенденції розвитку країн світу у короткостроковій перспективі. Хоча складна пандемічна ситуація означає, що навіть будь-які припущення і прогнози (навіть стосовно короткострокового горизонту) мають високу вразливість до невизначеностей і ризиків, однак саме раціональні оцінки економічного зростання і розвитку можуть сформулювати коректне «бачення майбутнього».

Для України 2020р. виявився надто складним і суперечливим, застосовувані напрями і заходи соціально-економічної політики далеко не завжди були адекватні ризикам і викликам. У цьому виданні, поряд з аналітичною доповіддю Центру Разумкова, представлені позиції (у т.ч. дискусійного характеру) провідних вітчизняних фахівців-експертів, в яких, поряд з аналізом (анти)коронавірусних міжнародного досвіду і глобальних процесів, увага акцентується на вітчизняних кризових проблемах, здобутках і втратах, що дозволить прояснити раціональне бачення розвитку країни у найближчій перспективі.

Юрій Якименко,
Президент Центру Разумкова

5 січня 2021р.

**Чинники, складові і результати
запровадження і реалізації антикризової політики
в окремих країнах світу та Україні.
Прогноз соціально-економічного розвитку України у 2021р.**

Зміст

Василь ЮРЧИШИН. Особливості розвитку окремих економік у період коронавірусної кризи. Короткостроковий прогноз для України. <i>Аналітична доповідь</i> <i>Vasyl YURCHYSHYN. Macroeconomic characteristics of the world development and short-term forecast for Ukraine. Analytical report</i>	5
Вступ	5
1. Макроекономічна динаміка провідних країн у кризові періоди	8
2. Результати антикоронавірусної політики США	29
3. Особливості протидії коронавірусній кризі в окремих країнах ЄС	45
4. Коронавірусні наслідки і перспективи глобального відновлення	73
5. Короткостроковий прогноз економіки України	98
<i>Factors for short-term forecast of the Ukraine's economy</i>	125
Ірина БОБУХ, Олена ГЕРАСИМОВА. Виклики для системи охорони здоров'я України внаслідок розвитку пандемії Covid-19 <i>Iryna BOBUKH, Olena HERASIMOVA. Challenges for Ukraine's health system due to Covid-19 pandemic development</i>	132
Євген БУБЛИК. Особливості розвитку монетарної політики в умовах пандемії <i>Yevhen BUBLYK. Monetary policy development in the pandemic</i>	141
Михайло ДЖУС. Паралельна реальність Національного банку України <i>Mykhailo DZHUS. Parallel reality of the National Bank of Ukraine</i>	149
Владислав ЗИМОВЕЦЬ. Про грошово-кредитну політику в умовах пандемії: чи спрацює монетарна експансія? <i>Vladyslav ZYMOVETS. Monetary policy in the pandemic: will the expansionary policy work?</i>	156
Юрій ПРОЗОРОВ. Постковідна трансформація банківської системи: антикризове розв'язання суперечностей глобалізації та локалізації <i>Yuriy PROZOROV. Post-COVID transformation of the banking system: anti-crisis solution of globalisation vs localization contradictions</i>	164
Олена САЛІХОВА. Антикризова економічна політика Китаю в умовах COVID-19: заходи та результати <i>Olena SALIKHOVA. China's anti-crisis economic policy in COVID-19 expansion: measures and results</i>	172
Віталій ШАПРАН. Вплив «вірусної» кризи на монетарну політику України у 2020 році <i>Vitalii SHAPRAN. The impact of "virus" crisis on Ukraine's monetary policy in 2020</i>	185
Наталія ШЕЛУДЬКО. Модернізація правових засад ринку капіталів в Україні: прогрес чи імітація? <i>Nataliia SHELUD'KO. Modernisation of legal framework for Ukraine's capital market: progress or imitation?</i>	191

This publication focuses on the components and economic results of the introduction and implementation of anti-crisis (anti-COVID-19) policies in certain countries of the world, as well as on the expectations and directions of economic development, which will determine the state of such development and its main trends in the short term.

Along with the analysis of international experience and global processes, this research mainly focuses on the crisis problems of Ukraine, economic risks and challenges that the country must overcome in the context of the continuing coronavirus crisis. Despite the high uncertainty contained in the "second wave" of coronavirus, the publication presents a rational vision of the directions and objectives of the economic policy of Ukraine that will start the process of accelerated post-crisis recovery, the main indicators of which are presented in the short-term macroeconomic forecast.

Особливості розвитку окремих економік у період коронавірусної кризи. Короткостроковий прогноз для України

Василь ЮРЧИШИН,
директор економічних і соціальних програм Центру Разумкова

Вступ

Початок 2020р. привніс у світові і національні процеси нові якості і характеристики. **Коронавірусна криза**, яка дійсно виявила глобальний характер, продемонструвала, **яким може виявитися економічне, соціальне, суспільне, гуманітарне середовище** (як кожної країни зокрема, так і світу загалом) **в умовах запровадження різноманітних обмежень (як протидії розповсюдження пандемії) на економічні свободи та пересування людей** як між країнами, так і всередині країн. Скорочення виробництва, торгівлі, товарообміну та міжнародного економічного співробітництва, заморожування і навіть відмова від інвестування, втрата мільйонів робочих місць і зниження доходів, зниження сукупного попиту (а відтак і пропозиції товарів і послуг), погіршення партнерства між країнами, послаблення людських контактів і довіри та ін.¹ – неповний перелік втрат людства 2020р.

Наприкінці 2020р., коли завершувалась підготовка цієї публікації, коронавірусна криза ще не була подолана, а тому звернення до вже отриманих наслідків та уроків виявляється саме на часі, оскільки від рівня засвоєння результатів кризи залежить і успішність посткризового відновлення. Що й підтверджується у практичній площині економічної політики. Так, хоча у жовтні-листопаді відбулася «друга хвиля» поширення коронавірусу, і кількість добових уражень суттєво перевищувала весняні показники, однак впроваджувані антикоронавірусні заходи мають значно менші обмеження, із значно меншим негативним тиском на економічне середовище.

Підкреслимо, глобальна фінансова криза 2008-2009рр., хоча й була досить руйнівною для світової фінансової системи, водночас дозволила виявити і скоригувати «вузькі місця» у світових фінансових і банківських структурах, що відвернуло країни від ще більших втрат і негараздів у наступне десятиріччя. І є підстави стверджувати, що часовий огляд попередніх кризових складових може виявитись доречним для уточнення найближчих глобальних процесів, а тому й сприяти глобальному відновленню.

Стосовно протікання коронавірусної кризи у 2020р. і поведінки глобальної економіки, то фахівцями **виокремлюється низка характерних періодів**². *Перший* – «нормального» розвитку, з початку року до початку березня, коли стан і динаміка економіки визначались інерційними і звичними (для цього періоду) факторами. *Другий* – березень-квітень, характеризується кризовим шоком, який супроводжувався панічними настроями (населення і бізнесу), різким погіршенням мікро- і макроекономічних показників та індикаторів, активними антикризовими і стабілізаційними заходами, спрямованими за захист і збереження здоров'я і добробуту. *Третій* – тривав з травня до липня, протікав в умовах суттєвого зменшення ризиків, поступового (а в деяких країнах і деяких галузях досить стрімкого) відновлення економічної діяльності

¹ Див. також: Економічні свободи для зміцнення соціально-економічного розвитку України в умовах глобальних трансформацій. / К.: Заповіт, 2020.

² Див.: Credit Suisse Global Cycle Notes: Wait till next year. October, 2020.

в умовах пом'якшення коронавірусних обмежень. *Четвертий* – охоплював серпень-вересень і характеризувався «природнім» сповільненням темпів відновлення. *П'ятий* – почався у жовтні і продовжувався до кінця року, т.зв. **«друга хвиля»**³, і ознакою якого є, *з одного боку*, стрімке збільшення захворюваності, *з іншого* – прояв диспропорцій макроекономічної динаміки, коли поряд із обережним покращенням макроекономічних складових відбувалося посилення соціально-економічних невизначеностей (хоча загальне економічне враження було значно меншим).

Розгортання коронавірусної кризи, крім соціально-економічного аспекту і проблем, пов'язаних із завданнями охорони здоров'я і збереження життя людей⁴, виявило і суспільно-політичні суперечності і дискусії стосовно демократичних устоїв. Йдеться про те, що Китай, використовуючи централізовану однопартійну (комуністичну) систему державного управління, *з одного боку*, спочатку не надав своєчасну інформацію про хворобу, *з іншого ж*, – запровадивши жорсткі обмеження (у т.ч. на громадянські свободи, пересування людей), швидко її локалізував і навіть нейтралізував⁵. Країни ж, які сповідують цінність демократичних принципів, особистих і громадянських свобод (а тому й будучи обмеженими у спектрі допустимих заходів) значно складніше і менш результативно могли протидіяти негативним пандемічним впливам, у т.ч. смертності населення. Звичайно, це мало й продовження у більш загальному питанні – яка з державних і політичних систем взагалі краще пристосована для захисту життя, здоров'я, добробуту людей⁶.

Нагадаємо, відновлення збалансованого соціально-економічного розвитку у період після глобальної фінансової кризи 2008-2009рр., хоча й не набуло стійкого характеру, проте демонструвало цілком позитивні тенденції⁷. Навіть розширення популістських політичних гасел, запровадження протекціоністських заходів, у т.ч. для захисту від неконтрольованих трудових та мігрантських потоків, певне обмеження на рух капіталів – не могли критично вплинути на подальше глобалізаційне розширення світової економіки.

10-річний міжкризовий період зіграв важливу роль у збалансуванні найкрупніших економік, зміцненні європейських і азійських висхідних ринків, що, однак, не дозволило належно зміцнитись у досягненні соціальних і гуманітарних цілей розвитку людства⁸. Між тим, важливим є те, що, *з одного боку*, тенденції виходу з кризи 2008-2009рр. виявили ряд послідовних стабілізуючих етапів, а *з іншого* – вже проявлені процеси початку посткоронавірусного розвитку, поряд із значними відмінностями протікання двох криз, певною мірою мають і схожі особливості, що дозволяє прослідкувати окремі сценарії подальшої динаміки світової економіки найближчими роками.

³ Характеристики «другої хвилі», крім стрімкого зростання захворюваності, поки (на кінець 2020р.) залишаються не визначеними (статистичні дані обмежені вереснем-жовтнем 2020р.). Тому тут ми представимо результати і наслідки перших чотирьох хвиль, що, крім іншого, може виявитись корисним для розгляду і аналізу подальших кризових процесів.

⁴ Докладніше див. статтю І.Бобух та О.Герасімової «Виклики для системи охорони здоров'я України внаслідок розвитку пандемії Covid-19», розміщену в цьому виданні.

⁵ Докладніше див. статтю О.Саліхової «Антикризова економічна політика Китаю в умовах COVID-19: заходи та результати», розміщену в цьому виданні.

⁶ Kawai M. Geoeconomic Observation on COVID-19. – <https://www.jfir.or.jp/e/commentary/200603.html>.

⁷ World Economic Outlook (випуски пізніх років). – <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues>.

⁸ 17 Goals to Transform Our World. – <https://www.un.org/sustainabledevelopment/>.

Тому аналіз динаміки і тенденцій світового розвитку напередодні і упродовж коронавірусної кризи і врахування особливостей відновлення після попередньої глобальної кризи сьогодні надають можливості оцінки подальшого соціально-економічного розвитку, перспектив світової і національної економіки у найближчому і середньостроковому горизонті⁹. Більше того, **уроки весняного коронавірусного шоку у багатьох країнах були належно засвоєні**, і обмежуючі заходи восени (при поширенні «другої хвилі») були значно стриманішими, із значно меншим негативним тиском на виробничі сектори. Слід вказати, що значну позитивну роль у протидії глобальному коронавірусному шоку відіграли центральні банки більшості країн, завдяки неординарній монетарній експансії яких і вдалися результативні заходи (що, втім, залишається предметом широких дискусій)¹⁰.

Видається, лише найближчими роками можна буде реально оцінити раціональність та адекватність оцінок впливу кризи¹¹. Значимість останнього зумовлена ще й тим, що, на жаль, високою є вірогідність нових майбутніх глобальних шоків чи криз, зумовлених новими пандемічними загрозами, кліматичними змінами (які по суті є глобальними), фінансовими (у т.ч. валютними, борговими) збуреннями та ін.¹² Поки ж **коронавірусна криза продемонструвала неготовність людства до спільної і скоординованої протидії загрозам**¹³.

Поряд з аналізом розвитку окремих глобальних світових процесів, для конкретизації та уточнення проявів і тенденцій увага зосереджена на певних «виокремлених» країнах (США та ЄС¹⁴), які мають важливий геополітичний та гео економічний вплив, а кризові і посткризові уроки яких є вагомими для України.

Не зменшуючи значимості для світового розвитку великих висхідних країн (насамперед, Китаю, Індії, Бразилії), все ж **вирішальну роль у глобальному відновленні відіграватимуть провідні розвинуті економіки** (США, ЄС, Велика Британія, Японія). Саме в останніх формується визначальна частка сукупного попиту, і саме вони володіють головними світовими капіталами. Так, зокрема, США розглядається не лише як найбільша економіка світу, від стану якої залежить глобальний економічний, політичний і фінансовий розвиток, а й країна економічна політика якої (фіскальна і

⁹ Див. також, зокрема: Україна після коронакризи – шлях одужання. / Жаліло Я. та ін. К: НІСД, 2020.

¹⁰ Саме тому у цій публікації значна увага приділяється досвіду і результативності монетарної політики, у т.ч. в Україні, чому присвячені статті Є.Бублика «Особливості розвитку монетарної політики в умовах пандемії», М.Джуса «Паралельна реальність Національного банку України», В.Зимовця «Про грошово-кредитну політику в умовах пандемії: чи спрацьовує монетарна експансія?», В.Шапрана «Вплив «вірусної» кризи на монетарну політику України у 2020 році».

¹¹ З самого початку розгортання коронавірусної кризи міжнародними експертами проводились оцінки її впливу на глобальне економічне середовище. На жаль, слід зазначити, що з часом оцінки суттєво погіршувалися. Так, у травні 2020р. Азійський банк розвитку (*Asian Development Bank – ADB*) оцінив світові економічні втрати від *COVID-19* у \$5,8 трлн. (6,4% глобального ВВП) у 3-місячному сценарії активного поширення хвороби або ж \$8,8 трлн. (9,7% ВВП) у 6-місячному. При тому, що ще на початку квітня відповідні показники втрат коливались у діапазоні \$2,0-4,1 трлн. – An Updated Assessment of the Economic Impact of COVID-19, ADB Brief, No 133, May 2020.

¹² Capital Flows Report Sudden Stop in Emerging Markets. – https://www.iif.com/Portals/0/Files/content/2_IIF2020_April_CFR.pdf.

¹³ The impact of the coronavirus (COVID-19) crisis on development finance. – <http://www.oecd.org/coronavirus/policy-responses/>.

¹⁴ ... переважно провідних, а також успішних висхідних країн ЄС.

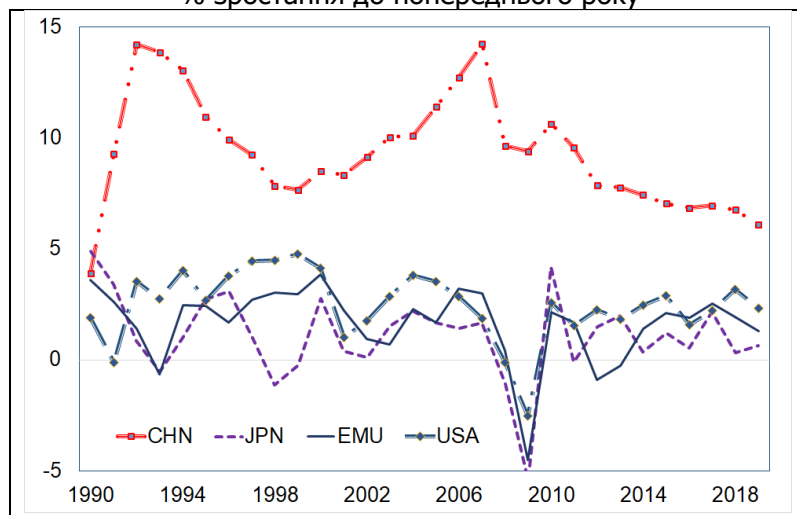
монетарна) значною мірою є «базисом» для діяльності багатьох урядів і центральних банків, а відтак – є визначальною у формуванні світових фінансових тенденцій.

Основними напрямками аналізу динаміки макроекономічних показників різних країн далі стануть ВВП та його складові, продуктивність та зайнятість, державні фінанси і борги, зовнішньоекономічні складові, а також можливі впливи політики урядів та центральних банків на визначені показники. Саме динаміка вказаних показників і характеристик надасть базис для визначення перспектив глобального розвитку у посткоронавірусний період, а також (на основі тенденцій світового розвитку) визначення мінімальних потенційних можливостей України (у форматі макроекономічного прогнозу) в «оновленому» глобальному економічному середовищі.

1. Макроекономічна динаміка провідних країн у кризові періоди

Економічна динаміка. Упродовж останнього десятиріччя XX сторіччя і перших років XXI століття світова економіка демонструвала цілком позитивні результати. Причому це стосувалось як розвинутих, так і висхідних країн (насамперед, Китаю), хоча в окремих країнах (навіть провідних) спостерігались періодичні ускладнення. У розвинутих країнах, у т.ч. країнах Північної Америки, ЄС, економічна динаміка (річні темпи зростання реального ВВП) переважно знаходилась у діапазоні 2-4%¹⁵. Водночас, Китай, завдяки стрімкому зростанню (понад 10% середньорічних), став другою світовою економікою (діаграма «Економічна динаміка провідних економічних центрів»¹⁶).

**Економічна динаміка провідних економічних центрів,
% зростання до попереднього року**



¹⁵ У вказаний період світова економіка лише у 1991р. продемонструвала рецесійні прояви – глобальний ВВП скоротився на 0,3%. Падіння ж глобального ВВП у 2009р. склало майже 3%.

¹⁶ Тут і далі, якщо не вказано інше, для міжнародних порівнянь використані дані, наведені у *World Bank Indicators* – <https://data.worldbank.org/indicator/>. Також у цьому розділі для позначення економік використовуються визнані трилітерні міжнародні скорочення: USA – США, EMU – євро-зона, GBR – Велика Британія, JPN – Японія, CHN – Китай, DEU – Німеччина, SWE – Швеція, POL – Польща.

А висхідні (постсоціалістичні) країни Європи, після вступу до ЄС, використовуючи переваги відкритості ринків розвинутих країн ЄС і долучення до значних світових ресурсів, стабілізували і зміцнили соціально-економічне середовище, запровадили рішучі трансформаційні зміни і надалі демонстрували економічну динаміку (досягаючи у середньому 5-6%), яка давала підстави стверджувати про появу нових європейських «тигрів».

При цьому, динаміка ЄС загалом і євро-зони зокрема значною мірою наслідували динаміку Німеччини, яка дедалі зміцнювала власні економічні позиції у глобальній економіці. У будь-якому випадку темпи економічного зростання більшості розвинутих країн і багатьох висхідних країн на початку XXI століття виглядали вельми привабливими, що давало підстави очікувати стійкого зростання глобальної економіки загалом у довгостроковій перспективі.

Фінансова криза 2008-2009рр. суттєво змінила глобальну економічну динаміку¹⁷. І якщо у докризовий період економічні цикли розвинутих країн мали певну близькість, то надалі такі цикли демонстрували дедалі більші відмінності. Так, якщо економіка США досить швидко вийшла на шлях послідовного посткризового відновлення, то інший глобальний економічний центр (ЄС) демонстрував суперечливі результати – і слід визнати, що **європейська економіка відновлювалася значно повільніше**. Після більш ніж 4% падіння у 2009р., щорічні темпи зростання в менш ніж 2% у 2010-2011рр. у країнах ЄС вказували на збереження посткризових ризиків¹⁸.

Більше того, у цей час почали прискорено розгортатись відцентрові тенденції у країнах ЄС, піддаючи значним геополітичним викликам глобальне лідерство ЄС, у т.ч. зважаючи на зростаючу відмінність політичних та економічних позицій Великої Британії (одного із стовпів європейського співтовариства) від решти провідних країн ЄС, що досить чітко проявлялось навіть на динаміці економічних циклів (діаграма «Зростання ВВП Німеччини і Великої Британії»).

Звичайно, фінансова криза 2008-2009рр. суттєвим чином вплинула не лише на економічну динаміку. Послаблення стимулів зростання у поєднанні з бюджетними і борговими ускладненнями в ЄС у 2011-2013рр. знизили середньорічні темпи зростання (до близько 2%). І саме у цей час чітко проявились і зміцнились нові характерні риси макроекономічної динаміки європейських країн¹⁹ (діаграми «Економічна динаміка провідних економічних центрів», «Зростання ВВП Німеччини і Великої Британії»):

- динаміка економіки (темпи формування ВВП) Великої Британії дедалі більше наближалась до динаміки США,
- економічні цикли континентальних країн ЄС дедалі більше визначались динамікою розвинутих країн Європи і помітно відрізнялися від циклів, притаманних англо-саксонським країнам,
- висхідним країнам ЄС (Центральної та Східної Європи – ЦСЕ), насамперед Польщі, вдалося не лише мінімізувати втрати під час

¹⁷ У представленому аналізі використовуються наступні часові терміни: т.зв. докризовий період – з початку 2000-х років до глобальної фінансової кризи 2008-2009рр., міжкризовий – з 2010р. (після глобальної фінансової кризи) до 2019р., коронавірусної кризи – 2020р., посткризовий період – 2021р., коли, за певними оцінками, коронавірусна криза помітно піде на спад.

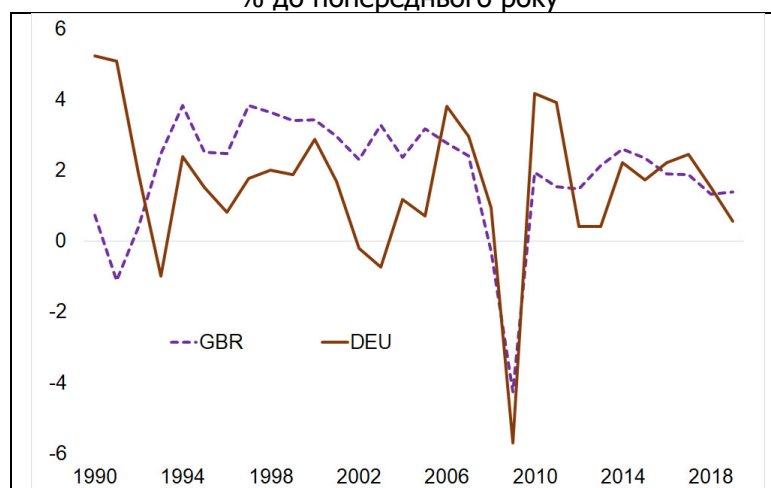
¹⁸ World Economic Situation and Prospects 2020. – <https://www.un.org/development/desa/dpad/publication>.

¹⁹ Докладніше див.: В.Юрчишин. Проблеми і перспективи посткризового відновлення: глобальна економіка та Україна / К.: Заповіт, 2012, 228с.

фінансової кризи, але й переважно відновити прискорене економічне зростання.

Тому з ілюстративними цілями у цьому підрозділі також представлятимуться окремі показники Великої Британії, яка у 2020р. таки реалізовувала т.зв. перехідний період у рамках *Brexit*, хоча безпосередньо для 2020р. (року «розлучення») це не мало суттєвого впливу (врізка «*Особливості перехідного періоду для Brexit*»²⁰).

**Зростання ВВП Німеччини і Великої Британії,
% до попереднього року**



ОСОБЛИВОСТІ ПЕРЕХІДНОГО ПЕРІОДУ ДЛЯ *BREXIT*

Вихід Великої Британії з членства у ЄС не був хаотичним і мав цілком цивілізовані раціональні рамки. Для цього упродовж перехідного періоду – з 1.02.2020р. до 31.12.2020р. – Велика Британія залишалась з ЄС у митному союзі та єдиному ринку, і для британців значна частина речей і процесів залишалась без змін, що включало:

- подорожі громадян до ЄС і з ЄС,
- свободу пересування, включаючи свободу жити і працювати в ЄС і навпаки,
- вільну торгівлю без додаткового контролю чи сплат,

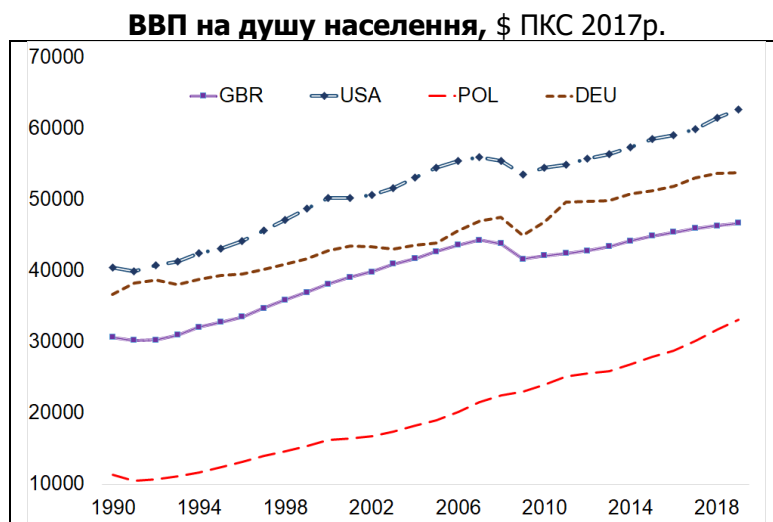
водночас, Велика Британія залишалась «чистим» донором бюджету ЄС.

Поряд з цим, Велика Британія вийшла зі складу політичних інститутів ЄС, включаючи Європарламент і Єврокомісію. Однак, хоча країна позбавилась права голосу в інститутах ЄС, вона продовжувала підпорядковуватись чинним правилам і нормам ЄС (у т.ч. юридичним).

Хоча така «одностороння згода» з боку Великої Британії піддавалась критиці, однак це дозволило країнам практично безболісно пройти саме перехідний період і укласти належні договори (хоча й «неповного» формату).

Використання країнами ЦСЄ вигод відкритих європейських ринків дозволило їм прискорити і посилити чинники і складові добробуту у міжкризовий період (2010-2019рр.) – вироблення ВВП на душу населення Польщі, як і більшості інших країн ЦСЄ, вдалося наблизити (хоча й суттєво ще поступаючись провідним країнам) до середньоєвропейських показників Європи (діаграма «ВВП на душу населення»).

²⁰ Brexit: What is the transition period? – <https://www.bbc.com/news/uk-politics-50838994>.

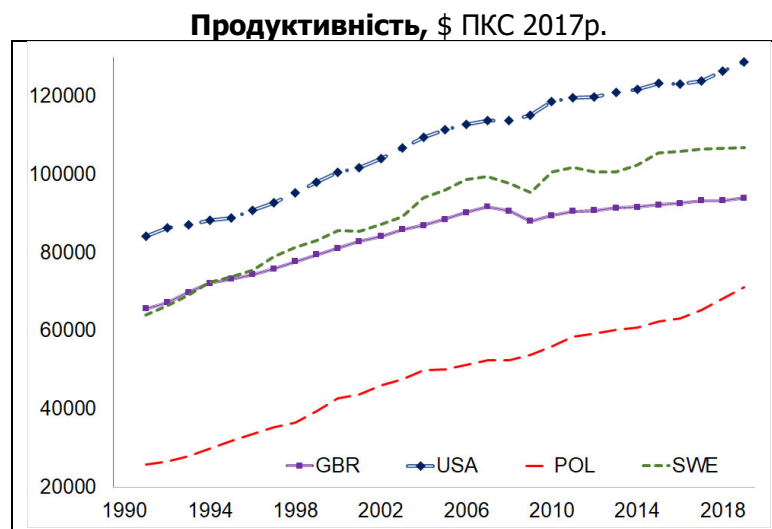


З огляду на наслідки фінансової кризи і міжкризової динаміки, є підстави стверджувати, що у посткоронавірусний період темпи зростання в **розвинутих європейських країнах залишатимуться низькими** як за історичними мірками, так і порівняно зі зростанням багатьох висхідних європейських та азійських економік. Значною мірою така відмінність зумовлена **складністю впровадження узгодженої антикризової політики та жорсткого фінансового «коригування»**, а також необхідністю «дорогих» заходів підтримки соціальних програм, які в Європі традиційно є набагато ширшими, порівняно з США. Для висхідних країн складнощі відновлення пов'язані із падінням глобального попиту на більшість товарів, що особливо може виявитись чутливим для країн-експортерів сировинних товарів, вартість яких на світових біржах ще довгий час утримуватиметься на низькому рівні.

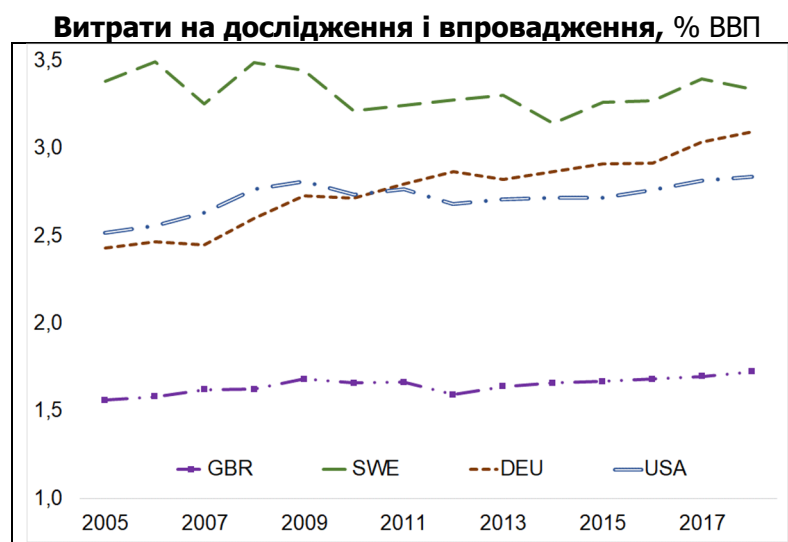
Це й засвідчують аналітичні спостереження та оцінки, здійснені міжнародними фінансовими інститутами влітку 2020р., за якими **результати 2020р. виявляться значно гіршими, ніж навіть у період глобальної фінансової кризи 2008-2009рр.**, а період відновлення може тривати також довше, ніж початково припускалося у рамках V-моделі кризи.

Втім, відповідаючи на коронавірусні виклики, провідні країни почали запроваджувати структурні зміни, які стали необхідними складовими формування нової економічної структури як національних ринків, так і глобальних. Йдеться про продуктивність, увага до якої дещо послабла у попередні два десятиліття – період переважного розширення міжнародної торгівлі та потоків інвестицій. Хоча у розвинутих європейських країнах зростання продуктивності у міжкризовий період дещо знизилося²¹, порівняно з докризовим, однак нарощування продуктивності в успішних висхідних країнах ЦСЄ залишалось стійким (діаграма «Продуктивність»), що, як вказувалось, сприяло і наближенню показників добробуту у країнах ЦСЄ до західноєвропейських показників.

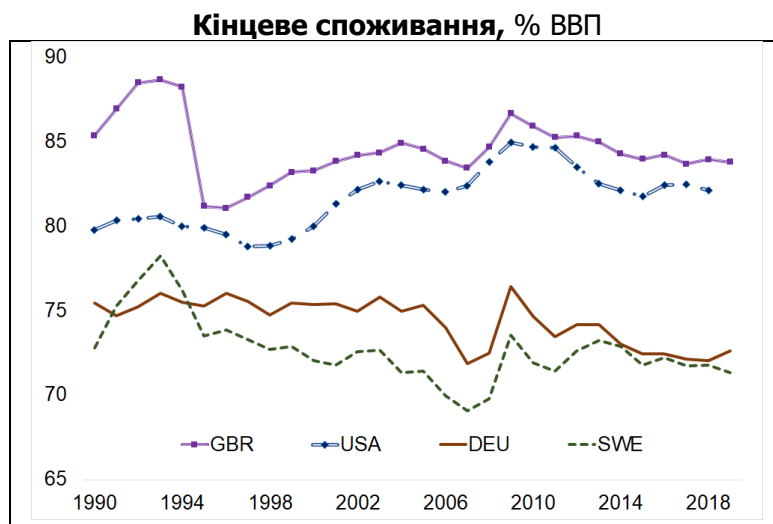
²¹ Послаблення динаміки продуктивності при покращенні зайнятості у вказаний період значною мірою зумовлено тим, що в європейські ринки розвинутих країн (зокрема, Швеції, Великої Британії) вплили значні імміграційні потоки, які переважно склались з працівників низьких кваліфікацій (з країн Близького Сходу і Північної Африки). Стосовно ж Польщі – ситуація дещо інша. Успіх Польщі значною мірою пов'язаний з широким припливом працівників з України і Білорусі, загальною характеристикою яких є кращі знання і кваліфікація.



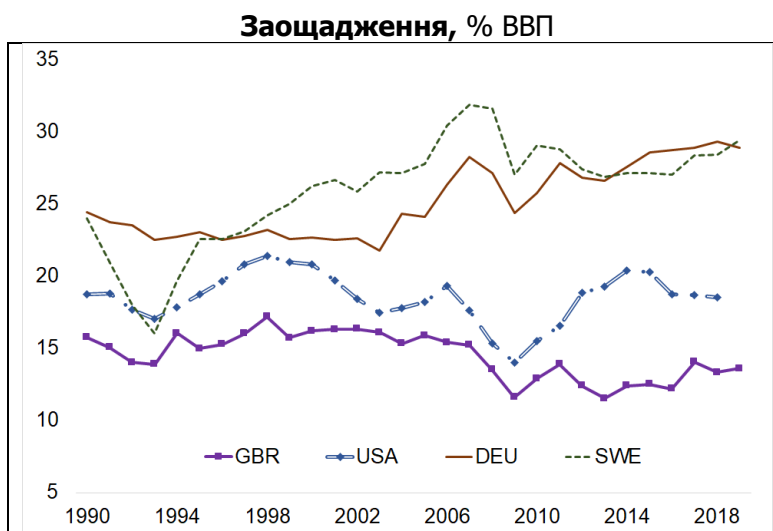
Однак, довгострокові перспективи підтримки високої продуктивності та економічної динаміки вже не видаються надто оптимістичними. Це пов'язано з тим, що інвестиції у людський капітал, насамперед в частині освіти і науки, у розвинутих країнах ЄС переважно не є значними. Так, зокрема фінансування досліджень і впроваджень (*Research and Development*) утримуються на рівні 1,5-2% ВВП, значно поступаючись США, Японії і вже Китаю. Лише окремі країни ЄС, які мають досить міцні фінанси (Німеччина, Швеція), інвестують більше. Успішні ж країни ЦСЄ (Польща) також намагаються надолужити відставання (у т.ч. для недопущення відтоку кваліфікованої робочої сили і молодих фахівців у новітніх наукових сферах) і нарощують відповідні обсяги фінансування (діаграма «Витрати на дослідження і впровадження»), однак поки не можуть суттєво впливати, зважаючи на їх нинішню економічну спроможність.



Складові ВВП. Як відомо, головним «драйвером» економічного зростання у більшості розвинутих країн виступає внутрішнє споживання. І навіть у посткризовий період у США кінцеві споживчі витрати сягають 80-85% (діаграма «Кінцеве споживання»). Звичайно, для країн з міцними капіталами і розвинутою інфраструктурою у цьому нема чогось особливого (і рівень споживання на рівні 80% ВВП є «нормальним», особливо, якщо країна має значний зовнішньоторговельний дефіцит).



Поряд з цим, у континентальній Європі (і перш за все у висхідних країнах ЦСЄ) середній показник споживання знаходиться на помітно нижчому рівні – 65-70% ВВП, з відповідно вищим рівнем заощаджень. А окремі країни (у т.ч. Швеція, Польща) свідомо проводять політику нарощування заощаджень (діаграма «Заощадження»), оскільки зменшення рівня заощаджень (із розширенням споживання, особливо у країнах, які не мають міцних інститутів) з часом може створити проблемні питання у частині необхідного розширення інвестицій у період економічних ускладнень чи слабких можливостей доступу до міжнародних фінансових та інвестиційних ресурсів. Зауважимо, що підвищення результативності такої політики пов'язується із збалансованими (або з незначними дефіцитами) бюджетами державних фінансів, що взагалі є складовою т.зв. сталого збалансованого зростання і розвитку (*sustainable growth*).



Зауважимо, упродовж десятиріччя до глобальної фінансової кризи **рівень заощаджень** у провідних розвинутих країнах демонстрував чітку **тенденцію до зменшення**. І загалом, для розвинутих економік характерним залишається відносно невисокий рівень заощаджень з тенденціями до зниження (насамперед у США та Великій Британії). Вірогідно, у посткоронавірусний період спостерігатимуться подібні тенденції, що **може послабити дієвість інвестиційного фактору** для прискорення економічного відновлення розвинутих країн. Втім саме для розвинутих країн більш важливим є не загальні обсяги інвестицій, а продуктивні та інноваційні

інвестиції, завдяки яким вдається досягати і утримувати належну конкурентоспроможність, створювати інноваційні технологічні продукти, з чим – утримуватимуться міцні економічні позиції розвинутих країн.

Стосовно ж посткоронавірусного періоду, ситуація може відрізнятись від періоду після глобальної фінансової кризи саме внаслідок «всеосяжності» коронавірусної, і вірогідним є зниження внутрішніх заощаджень внаслідок збереження довгострокових невизначеностей і «острахів» економічних агентів, пов'язаних із можливими новими хвилями чи появою нових пандемічних «нападів» (такі ризики не виглядають нереальними)²². Якщо ж вдасться стабілізувати протидію коронавірусу, то динаміка заощаджень повторюватиме динаміку міжкризового періоду.

Слід зробити **певне узагальнення**. Зростання заощаджень при потребах нарощування інвестицій для підтримки конкурентоспроможності є важливим і у контексті **зовнішньоторговельного сальдо**. Зовнішні дефіцити можуть привносити значні макроекономічні дисбаланси (насамперед, пов'язані з курсовою динамікою національних валют або зовнішньоборговими позиціями, виплатами та ін.), а пошук ресурсів на покриття дефіцитів може виявитись складною справою для слабких економік.

Однак, **для розглядуваних країн** фінансування зовнішніх дисбалансів не виглядає проблемною сферою. Справа у тому, що власні валюти **США і Великої Британії** – американський долар і британський фунт – є резервними валютами, на які утримується стійкий світовий попит, а тому й (можлива чи навіть необхідна) додаткова емісія на власні потреби не матиме інфляційного тиску на національні економіки. **Польща і Швеція** мають значною мірою збалансовані фінанси і невисокі державні борги (докладніше далі), що дозволяє утримувати і зовнішнє збалансування. Крім того, країни ЄС, використовуючи переваги єдиного ринку, (навіть якщо зберегли національні валюти) переважно проводять зовнішньоекономічні операції всередині союзу: понад 60% товарообороту країн ЄС – це внутрішньорегіональна торгівля, і понад 80% прямих інвестицій фінансується самими ж європейськими компаніями²³.

Зайнятість і безробіття. Міжкризовий період для переважної більшості розвинутих країн, а також країн ЄС виявився цілком позитивним у питанні створення робочих місць. Практично у всіх них помітно покращилась ситуація з робочою силою (діаграма «*Робоча сила*»), і у ЄС у 2017-2018рр. зайнятість взагалі досягла історичного максимуму (близько 75%). Значною мірою це зумовлено тим, що криза 2008-2009рр. продемонструвала незахищеність навіть кваліфікованих працівників перед кризовими викликами, що актуалізувало стратегічне завдання захисту і збереження робочих місць. (Нагадаємо, що значні втрати у розвинутих країнах були пов'язані з іпотечними втратами, зменшенням доходів від власної праці, руйнуванням складових соціальної захищеності, що зменшило для громадян «привабливість» знаходження поза робочою силою.)

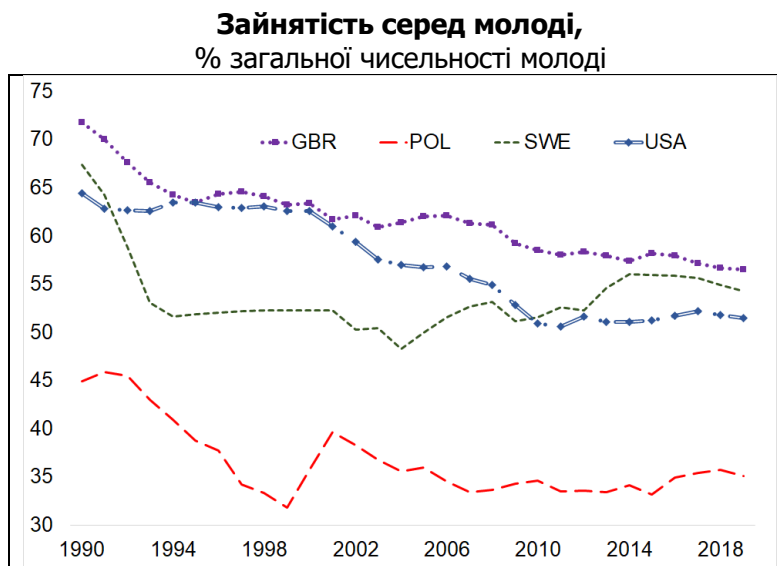
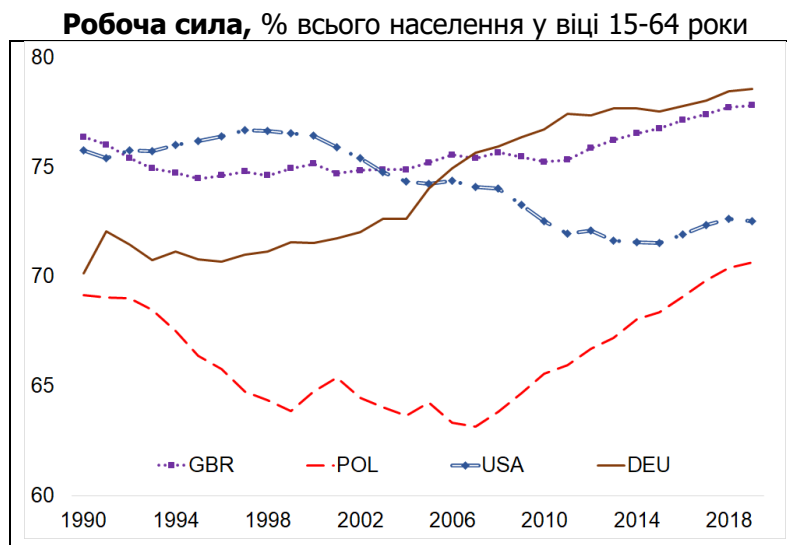
Як політична протидія такій вразливості (у т.ч. вразливості від непередбачуваних негативних процесів) уряди докладали зусиль не лише на

²² The impact of the coronavirus (COVID-19) crisis on development finance. – <http://www.oecd.org/coronavirus/policy-responses/the-impact-of-the-coronavirus-covid-19-crisis-on-development-finance-9de00b3b/>.

²³ Хесин Е. Экономика Европейского Союза: итоги посткризисного десятилетия. / Мировая экономика и международные отношения, 2020, №1, с.73-81.

зміцнення макроекономічного середовища, але й через підтримку нарощування власних (домогосподарств) фінансових і майнових активів. Такі уроки були засвоєні, і, як наслідок, коронавірусна криза, хоча й спричинила шокове зростання безробіття, однак працівники і домогосподарства в багатьох країнах були значно краще захищені від втрат добробуту, насамперед, завдяки вчасному запровадженню дорогих програм захисту бізнесу і домогосподарств.

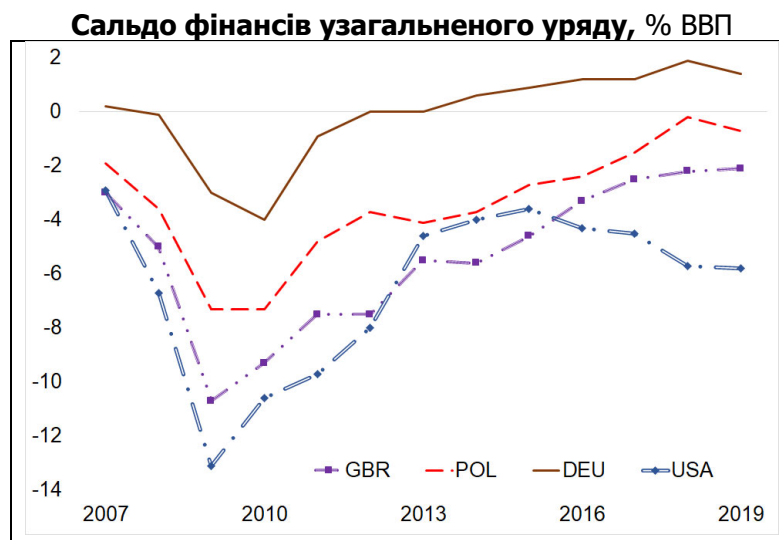
Це не означає, що проблем із зайнятістю вдалося уникнути. Так, поряд з покращенням загальної ситуації, зайнятість серед молоді (15-24 років), зокрема в країнах ЄС, у міжкризовий період продовжувала погіршуватись (діаграма «Зайнятість серед молоді») і наприкінці 2019р. становила близько 53-55% у розвинутих країнах ЄС і 30-40% у країнах ЦСЄ.



Тобто пошук стабільної роботи залишається важливою складовою європейського буття. Це також означає необхідність активізації пошуку тимчасової роботи, тимчасової зайнятості, у т.ч. через скорочений робочий день. Відтак, робота за сумісництвом чи робота неповний робочий день досить «популярна» у розвинутих країнах Європи, насамперед, серед молодих людей, і частка такої зайнятості сягає 40-50% загальної зайнятості.

Державні фінанси і борги. Кризові ризики і виклики суттєвим чином перешкоджають збалансовувати державні фінанси, оскільки, *з одного боку*, мають обмежувати державні витрати, *з іншого* – розширювати соціальні підтримки населенню. Тому лише окремі країни з визнаними результатами управління публічними фінансами і також позитивним зовнішньоторговельним сальдо можуть реалізовувати політику нарощування заощаджень без негативного тиску на добробут.

У період до глобальної фінансової кризи значна більшість європейських країн, а також розвинутих та успішних висхідних країн мали цілком прийнятний рівень дефіциту державних фінансів (у більшості випадків співвідносились з маастрихтськими (для країн-членів і країн кандидатів ЄС) 3%-вимогами), а окремі країни, маючи прозору систему державних фінансів утримували навіть позитивне фіскальне сальдо (зокрема, Німеччина, Швеція) (діаграма «Сальдо фінансів узагальненого уряду»). Кризовий шок 2008-2009рр., звичайно, змінив ситуацію – вже не йшлося про утримання жорстких меж, радше **увага зосереджувалась на недопущенні масових банкрутств, втрати платоспроможності**, поширення бідності та ін. Тому консолідований дефіцит (фінансів узагальненого уряду – *General Government*) понад 10% ВВП не виглядав чимось надзвичайним і катастрофічним.



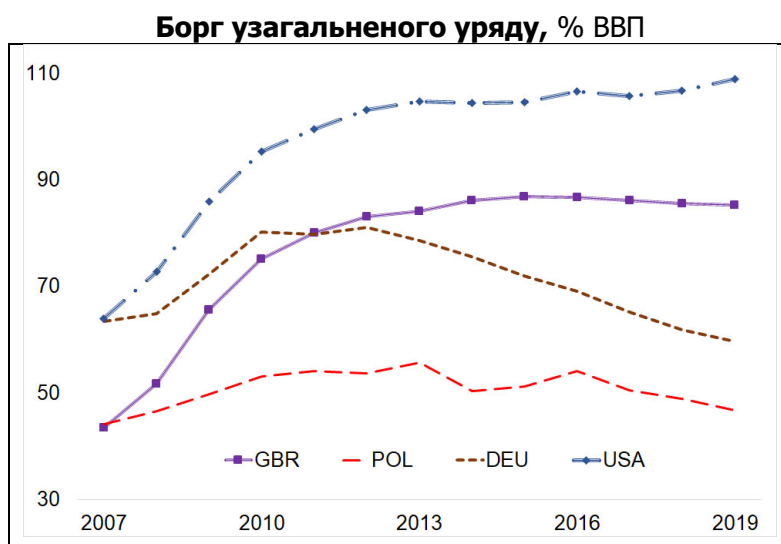
Звичайно, вихід з кризи знаменувався і значним покращенням фіскальних показників. Особливістю є те, що у міжкризовий період багато урядів у бюджетно-податковій сфері дотримувалися (чи намагалися послідовно дотримуватися) **важливого «принципу» – забезпечення сталих надходжень** (що часто інструментально спрямовувалось на підвищення фіскального тиску) і **поступове зменшенні видатків** (що виправдовувалось зменшенням урядового антикризового фінансування по мірі посилення стабілізаційних процесів). Як наслідок – зменшення дефіцитів державних фінансів, що дозволяло зменшити нові запозичення, а з тим і зменшення боргу і витрат на його обслуговування і, своєю чергою, надавало можливість загалом зменшити видатки.

Така модель виявлялася дієвою саме для розвинутих європейських країн, оскільки по мірі її впровадження ставало дедалі зрозумілішим, що **покращення економічної динаміки можливе лише за умови зниження податкового тиску**, лібералізації соціально-економічного

середовища і, вірогідно, відновлення залучення інвестицій²⁴. Тобто шлях на послаблення фіскальних тисків у середньостроковій перспективі часто пролягав через його посилення у короткостроковому горизонті, однак був виправданий через розуміння характеру послідовності заходів і напрямів дій урядової політики.

Однак, коронавірусна криза знову змінила «порядок» застосування фіскальної політики. За всеосяжності кризи зниження податкових надходжень відбувається значно вищими темпами і є значно глибшим, ніж зниження виробництва. Характерними ознаками і чинниками прискорення дисбалансів є скорочення споживання, що провокує зниження надходжень від оподаткування споживчих витрат домогосподарств і корпоративних прибутків. Водночас, відбувається скорочення обсягів зовнішньоекономічної діяльності, податків і мит від неї, у поєднанні із загальними значними втратами у сфері туризму, подорожей, відповідної сфери обслуговування²⁵. У таких умовах проблеми державних фінансів можуть швидко розростатись до надмірних.

Попри перманентні проблеми, які виникали у міжкризовий період, у т.ч. країнах ЄС (зокрема, боргова криза 2011-2013рр.), багатьом країнам вдалося започаткувати політику стабілізації і навіть зниження державних боргів (хоча динаміка зменшення була слабкою, однак послідовність надавала позитивні результати та очікування, діаграма «Борг узагальненого уряду»).



Зважаючи на значною мірою відпрацьовані фіскальні інструменти у міжкризовий період, є підстави стверджувати, що подібні принципи положення будуть впроваджуватись і реалізовуватись у посткоронавірусний період, серед головних завдань якого, звичайно, також буде **завдання консолідації державних фінансів** і зменшення боргового тиску і навантаження, оскільки протидія коронавірусним негативним впливам

²⁴ Однією зі складових нової європейської інвестиційної політики мав стати Інвестиційний план для Європи («план Юнкера»), розроблений у 2014р. Хоча упродовж першого року його реалізації вдалося акумулювати понад €300 млрд., проте його успішному виконанню перешкоджала незавершеність стратегічних програм створення у ЄС єдиного банківського союзу. – The Juncker Plan: Getting Europe investing again, https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/euco-sibiu-the-juncker-plan_en.pdf.

²⁵ The impact of the coronavirus (COVID-19) crisis on development finance. – <http://www.oecd.org/coronavirus/policy-responses/the-impact-of-the-coronavirus-covid-19-crisis-on-development-finance-9de00b3b/>.

спровокувала розростання дефіцитів і боргів державних фінансів. Однак, це потребуватиме довгострокових дій.

Звичайно, вказаний принцип не є «жорстким». Так, певним виключенням у частині результатів фінансової політики і міжкризовий період стало зростання державних дефіциту і боргу у США. Однак, це значною мірою **зумовлено запровадженням широкої фінансової реформи** (зокрема, зменшення оподаткування великих корпорацій та особистих доходів домогосподарств, розширення інфраструктурних видатків та ін.), яка активно запроваджувалась новою Адміністрацією США у 2017-2018рр.

Монетарне стимулювання. Монетарна політика останнього десятиріччя звичайно була спрямована на протидію кризовим і передкризовим процесам, а її характерними рисами були низькі процентні ставки або дешеве кредитування для якомога ширшого кола споживачів капіталів.

У період розгортання глобальної фінансової кризи ключова роль у пошуку дієвих заходів макроекономічного регулювання належала найбільш потужній економіці світу – США. Саме завдяки їх активній політиці (якої наслідували інші потужні центральні банки, насамперед, Великої Британії, Японії, ЄЦБ) відбувалось насичення ринків ліквідністю, а з тим і недопущення фінансових колапсів²⁶.

США, попри економічні ускладнення, які почалися з ринків нерухомості у 2008р., завдяки безпрецедентним нетрадиційним заходам монетарної та фінансової підтримки (*unconventional monetary policy*) реального та фінансового сектору, вдалося не лише стабілізувати ситуацію у країні, а й відновити глобальні лідерські позиції у світовій економіці. Причому зазначимо, що впроваджувана політика була дійсно гнучкою і цілком відповідною та адаптованою до поточних вимог і викликів.

Так, політика нульової процентної ставки (*zero interest rate policy*), початково запроваджена у США та Великій Британії у період найглибших проявів глобальної фінансової кризи та надалі репродукована в деяких інших розвинутих країнах, розглядалась первісно як дієвий антикризовий захід, однак вичерпала свій позитивний потенціал впливу і стала певним обмеженням для економічного відновлення²⁷. Разом з тим, запровадження т.зв. кількісного (монетарного) послаблення (пом'якшення) (*quantitative easing*), насамперед у США, а також повернення до «нормальної» процентної ставки²⁸, мало незаперечний значний вплив на формування монетарної політики в багатьох країнах світу²⁹. При цьому, масований викуп цінних

²⁶ Докладніше див.: Політика монетарного розширення на підтримку зростання і розвитку. / К.: Центр Разумкова, 2016. – 116с.

²⁷ Зниження процентної ставки в ринкових економіках традиційно розглядається як дієвий інструмент монетарної політики, спрямованої на стимулювання економічної діяльності і зростання. Тому вже встановлена нульова ставка фактично означає неможливість ефективного застосування такого інструменту, адже в умовах фактично від'ємних реальних відсоткових ставок подальше їх зниження стає неможливим, а збереження заощаджень на банківських депозитах – збитковим, що значно ускладнює проведення активної і гнучкої економічної політики. Комерційні банки втрачають при цьому можливості залучення вільних ресурсів для забезпечення кредитної активності.

²⁸ Ahmed K. The global impact of the US interest rate rise.–

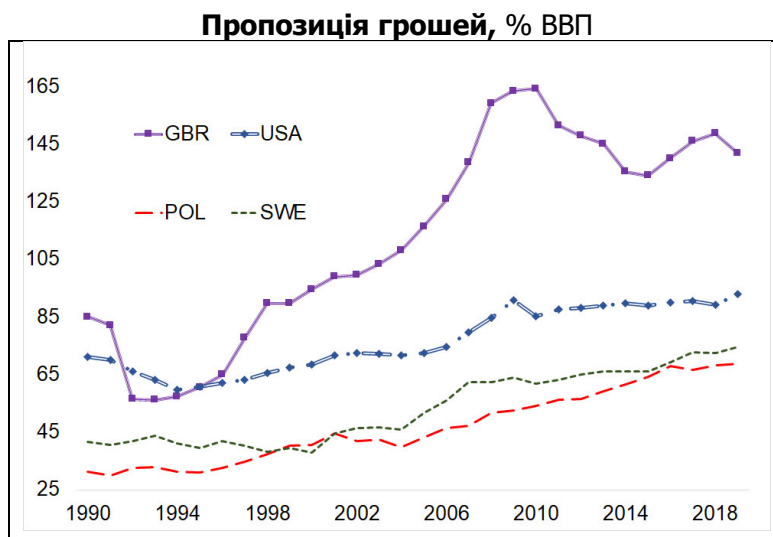
<http://www.bbc.com/news/business-35114973>.

²⁹ Ohta H. Evaluation of Monetary Easing Policy in Japan: Integration between the US and Japanese markets. –

<http://www.ritsumei.ac.jp/acd/cg/ir/college/bulletin/workingpaper/>.

паперів центральними банками (у рамках програм кількісного послаблення) не призводив до дисбалансів.

У міжкризовий період пропозиція грошей (широкі гроші – $M2$) також помітно розширювалась, у т.ч. внаслідок продовження викупу «поганих активів» в умовах близьких до нуля процентних ставок (діаграма «Пропозиція грошей»). Слід зазначити, що незважаючи на значне розширення пропозиції грошей, інфляційні показники залишались нижче «бажаних» і навіть привносили ризики дезінфляції (у багатьох розвинутих країнах встановлюється цільова інфляція, найчастіше у 2-2,5%). Це зумовлено тим, що попит залишався сталим і не мав тенденції зростання, відображаючи утримання занепокоєння економічних агентів можливими новими хвилями кризових чинників. Наявні ж кошти радше переспрямовувались у заощадження (що засвідчує підвищення частки заощаджень у структурі ВВП, діаграма вище «Заощадження»).



Більше того, з послабленням фінансових ризиків США вкотре раціонально адаптували власну монетарну політику до нових потреб зростання і розвитку через підвищення у 2012-2019рр. процентної ставки, що мало значні **глобальні та регіональні наслідки**. Звернемо увагу лише на окремі³⁰.

Підвищення базової процентної ставки у США означало, що **капітали отримали стимул до спрямування до ринків США**. Причому не лише з висхідних країн, але й з розвинутих (насамперед, європейських). Звичайно, з цим асоціюється і **здорожчання долара відносно переважної більшості світових валют** (зазвичай, подібне призводить до значного знецінення валют економічно слабких країн, для яких, зрештою, можуть посилюватися кризові вияви).

Загалом, оскільки потоки капіталів досить чутливі до рівня (різниці) прибутковості (процентних ставок), то і **курсова динаміка** навіть найсильніших валют **помітно реагує на зміни у процентній ставці** (з незначним часовим «запізненням»). Що й проявлялось у співвідношенні основних світових валют до долара (докладніше далі).

Важливим є те, що базова ставка у США визначає як рівень ринкових ставок (у т.ч. грошових ринків), так і **рівень прибутковості державних цінних**

³⁰ Див.: Сучасна валютна політика та особливості її реалізації в Україні. / К.: Заповіт, 2016. – 120с.

паперів (насамперед, довгострокових казначейських облігацій, бондів). Що стало додатковим чинником «повернення» доларів у США.

Найвірогідніше вказані процеси у тому чи іншому ступені **будуть повторені по закінченні коронавірусної кризи**, і активна монетарна політика Федерального резерву (у т.ч. через управління процентною ставкою) відбуватиметься найближчими роками. І цим шляхом підуть інші найкрупніші центральні банки. Так, у період протидії поширенню коронавірусу ФЕД запровадив широку купівлю облігацій, включаючи корпоративний і муніципальний борг, ЄЦБ підвищив ліміти викупу бондів країн ЄС. Банк Англії започаткував пряме фінансування урядових витрат (чого ніколи раніше не робив). Зрозуміло, що такі заходи будуть спрямовані не лише на посткризову стабілізацію, але й підтримку економічної активності у випадку, якщо динаміка відновлення буде слабкою³¹.

Таким чином є підстави стверджувати, що **монетарна експансія** (насамперед найбільших центральних банків, яких наслідуватимуть багато центральних банків висхідних країн), яка почалася навесні 2020р. і головною метою мала недопущення економічних втрат і втрат платоспроможності як бізнесів, так і домогосподарств, **продовжуватиметься у посткоронавірусний період**. Інфляційні ризики не будуть значними, оскільки економічні агенти продовжуватимуть обережні споживчі витрати.

Зовнішньоекономічні баланси. Упродовж останнього десятиріччя відбулися значні структурні зміни у системі світової торгівлі. Однією з важливих особливостей цього періоду стало те, що динаміка експорту товарів була вкрай «невизначною». Так, у 2011-2019рр. середньорічні світові обсяги торгівлі (експорту) товарів складали близько \$18 трлн. (з незначними коливаннями). **Торгівля ж послугами** (експорт послуг) саме у вказаний період **зростала прискореними темпами**, з тим – індекс експорту послуг значно випереджав індекс експорту товарів (діаграма «Індекси світового експорту товарів і послуг»)³².

Хоча за обсягами торгівля послугами все ще помітно поступається торгівлі товарами, однак така різниця досить швидко «звужується» (як вказано, внаслідок відмінності у темпах зростання). Так, якщо на початку 2000-х років світовий обсяг експорту послуг складав 26-27% світового обсягу експорту товарів, то у 2017-2019рр. досяг 31-32% (діаграма «Відношення обсягів торгівлі послугами до обсягів торгівлі товарами»).

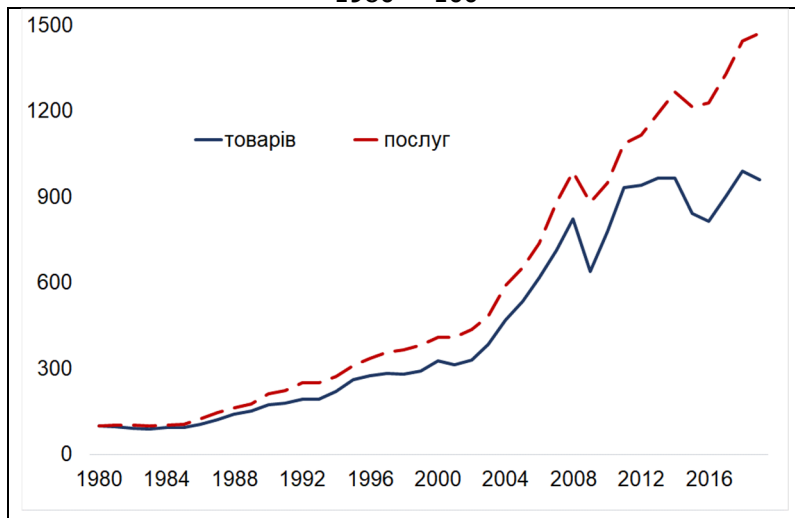
Зазначимо, що «сплеск» стрімкого зростання торгівлі послугами значною мірою відбувся саме у наступні роки після завершення глобальної фінансової кризи – при утриманні ризиків розширення потоків товарів і капіталів, у структурі формування ВВП багатьох країн зростала значимість послуг – професійних, інформаційних, юридичних та ін. Більше того, навіть більш чітко стає **«спеціалізація» країн у глобальній торгівлі** – розвинуті країни дедалі посилюють свої позиції у експорті послуг, натомість висхідні все

³¹ Слід, однак, зауважити, що це не стосується слабких висхідних країн, у т.ч. України. Для них більш характерним можуть бути заходи центральних банків, спрямованих на протидію утіканню ресурсів, а не розширення ліквідності у національних фінансових системах.

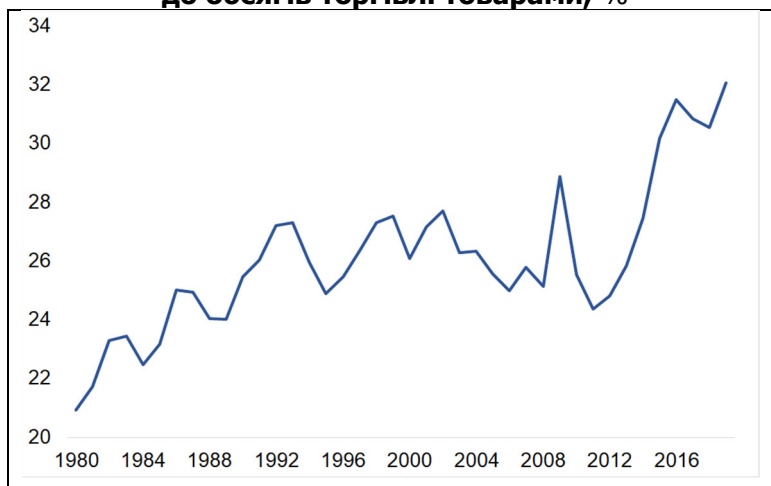
³² Adler G., et al. Dominant Currencies and External Adjustment. – <https://www.imf.org/en/Publications/Staff-Discussion-Notes/Issues/2020/07/16/Dominant-Currencies-and-External-Adjustment-48618>.

ще більш схильні до товарної (сировинної і низькотехнологічної) «спеціалізації».

**Індекси світового експорту товарів і послуг,
1980 = 100**



**Відношення обсягів торгівлі послугами
до обсягів торгівлі товарами, %**



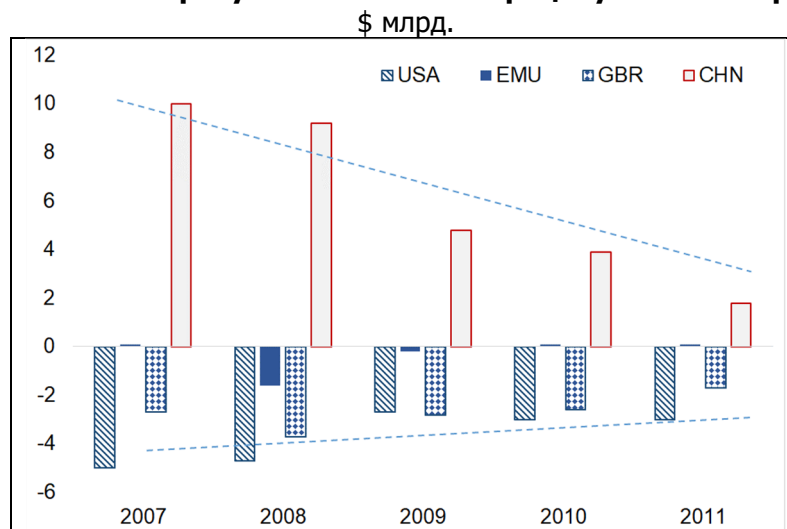
Нагадаємо, що однією з причин глобальної фінансової кризи 2008-2009рр. стало нагромадження зовнішньоторговельних дисбалансів між провідними розвинутими країнами і великими, а також сировинними висхідними. Особливо це проявлялось через торговельний дефіцит США і позитивне сальдо Китаю. Тому важливою особливістю глобальної економіки після 2010р. стало формування середньострокового тренду **помітного скорочення світових торговельних дисбалансів**. Насамперед ідеться про наступне (діаграма «Глобальний рахунок поточних операцій у 2007-2011рр.»):

- **зменшення зовнішньоторговельного дефіциту США** (у структурі економіки країни, дефіцит скоротився з 5,1% ВВП у 2007р. до 3,1% ВВП у 2011р.) та утримання приблизно такого рівня у подальшому. При цьому, хоча країні не вдалося значно наростити експорт товарів, проте експорт послуг зростав випереджуючими темпами, закріплюючи лідируючі позиції країни у наданні фінансових, юридичних, інформаційних та ін. послуг;
- **зменшення зовнішньоторговельного надлишку Китаю та Японії**. Так, у Китаї позитивне сальдо рахунку поточних операцій

(РПО) знизилося з 10,1% ВВП до 2,9% ВВП (у Японії з 4,8% до 2,0%) у вказані роки³³;

- **збереження позитивної (для світової торгівлі) динаміки валютних курсів**, насамперед недопущення значних коливань долара США (що надавало стійкості системі міжнародних резервів) та поступове (номінальне і реальне) зміцнення китайського юаня (що ставало додатковим чинником «вирівнювання торговельних дисбалансів»);
- **підвищення внутрішнього попиту в азійських країнах** (насамперед Китаї та Індії), що сприяло певній переорієнтації експортних потоків на внутрішньо-регіональні ринки, а також підвищенню імпорту найкрупніших економік регіону (Китаю, Японії).

Глобальний рахунок поточних операцій у 2007-2011рр.



Слід визнати, що у міжкризовий період торговельні дисбаланси значною мірою вдалося стабілізувати. Хоча в багатьох аспектах це відбулося завдяки «негативним» тенденціям і процесам:

- загальним **послабленням динаміки** нарощування світової торгівлі. Так, середньорічне зростання торгівлі товарами у період 1990-2007рр. складало 6,2%. Однак після глобальної фінансової кризи, хоча й відбулося відновлення, проте у подальшому (2012-2019рр.) середньорічні темпи нарощування торгівлі складали лише 2,3%. При цьому, частка експорту товарів і послуг у світовому ВВП, досягнув максимуму 31% у 2008р., надалі (після 2012р.) коливалась навколо 28%³⁴;
- започаткуванню, а далі і розгортанню, насамперед під впливом Адміністрації США, протекціоністських обмежень. Причому такі обмеження стосувались як торгівлі (насамперед, товарами), так і інвестиційних потоків (з прив'язкою до питань національної

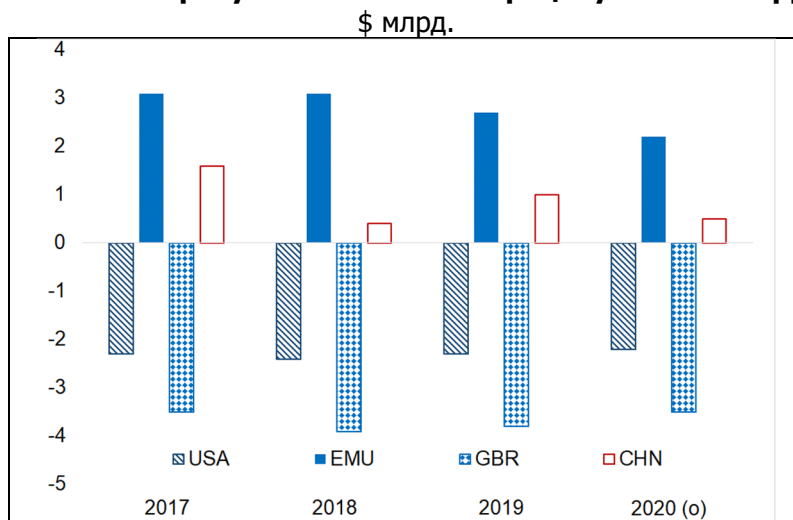
³³ Слід вказати, що зменшення позитивного сальдо відбулося в т.ч. внаслідок форс-мажорних обставин – землетрусу в Японії, який завдав значної шкоди виробничому та експортному потенціалу азійських країн, а також порушив глобальні виробничо-збутові мережі.

³⁴ The effects of the coronavirus disease (COVID-19) pandemic on international trade and logistics. – <https://www.cepal.org/en/publications/45878-effects-coronavirus-disease-covid-19-pandemic-international-trade-and-logistics>.

безпеки), що провокувало ризики системного замикання країн і відмову від ідей продовження лібералізації (деглобалізацію)³⁵.

Відтак, у 2017-2019. торговельні дисбаланси не мали тенденції до поглиблення, що певним чином стабілізувало сальдо рахунку поточних операцій США (навіть незначне покращення дефіциту) і ЄС (незначне зменшення профіциту). Поряд з цим, дефіцит РПО Великої Британії помітно погіршився, а РПО Китаю демонстрував помітну тенденцію до збалансування, що зумовлено значною **переорієнтацією китайської моделі** від експортоорієнтованої до споживчої. Внаслідок зниження загальних обсягів світової торгівлі є підстави стверджувати, що за результатами 2020р. торговельні дисбаланси зазнають подальшого зниження (діаграма «Глобальний рахунок поточних операцій у 2017-2020рр.»).

Глобальний рахунок поточних операцій у 2017-2020рр.



Запровадження жорстких коронавірусних обмежень виявить значний негативний вплив на обсяги світової торгівлі, а її показники 2020р. виявляться суттєво меншими, ніж навіть у період падіння 2008-2009рр. Це зумовлено ще й тим фактором, що коливання глобальних обсягів торгівлі є більш значними, порівняно з коливаннями обсягів світового виробництва (і у кризові періоди спади у торгівлі більш відчутні, ніж спади у випуску, що, крім іншого зумовлено порушенням міжнародних ланцюгів доданої вартості).

Не поступатимуться у падінні й інвестиції, зважаючи на збереження суттєвих невпевненостей бізнесу стосовно подальших перспектив. Тому національний бізнес радше консервуватиме власні проекти, а іноземні інвестиції, у кращому випадку, займуть вибіжувальну позицію (а із слабких висхідних країн слід очікувати значного утікання).

Курсові особливості. Хоча, поза сумнівом, вартість національної валюти залежить від торговельних потоків, проте, *по-перше*, далеко не завжди визначається ними (у т.ч. внаслідок домінування потоків капіталів), *по-друге* – значення і привабливість т.зв. резервних валют, а з тим – їх взаємна вартість (курсів коливання) і вартість «третіх» валют виходять далеко за межі торговельного балансу чи поточного рахунку. Звичайно, навіть серед резервних валют долар займає виокремлене положення, *з одного боку*,

³⁵ The COVID-19 economy: does it mean the end of globalization? – <https://www.weforum.org/agenda/2020/05/globalisation-covid19-gdp-drop-2008-financial-crisis/>.

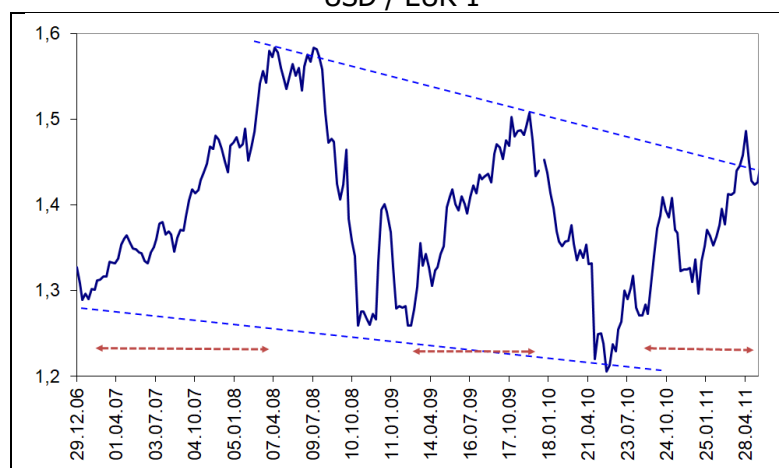
забезпечуючи ефективне функціонування фінансових і валютних ринків після завершення епохи «золотого стандарту» у 1971р., з *іншого* – утримуючи позицію «тихої гавані» у періоди економічних збурень, ділових та інвестиційних невизначеностей³⁶.

У цьому контексті красномовним є докризовий (глобальної фінансової), кризовий 2008-2009рр. і початок міжкризового (2010-2011рр.) – періоди, коли світова фінансова система «заліковувала» наслідки глобальної кризи, і важливим індикатором результативності фінансового відновлення була саме валютна динаміка вартості долара до другої (за значимістю у глобальній резервній системі) світової валюти – євро.

Звернення до середньострокових (2007-2011рр.) курсових показників (діаграма «Курс євро до долара США у період глобальної фінансової кризи»), дозволяє встановити, що³⁷:

- вказаний (відносно невеликий) період характеризується досить **значними курсовими коливаннями**, що відображає зміну чинників і факторів впливу на глобальну економіку;
- поряд з цим, помітним є **слабкий нахил звуження і зниження коридору** коливань курсу, що співвідноситься з незначним, але все ж помітним середньостроковим тяжінням світових ринків до долара, а з тим і його подорожчання;
- **скорочення тривалості** періодів, пов'язаних з послабленням долара;
- зменшення і скорочення періодів курсових коливань у вказаний період **цілком узгоджується з розширенням доларових потоків** і застосуванням долара у міжнародних (а також часто і національних окремих країн) транзакціях, при одночасному звуженні використання євро, що є вірогідним і у посткоронавірусний період³⁸.

Курс євро до долара США у період глобальної фінансової кризи,
USD / EUR 1



³⁶ USD forecast: why is the dollar the world's currency? – <https://capital.com/usd-forecast-can-the-dollar-crash-in-2020>.

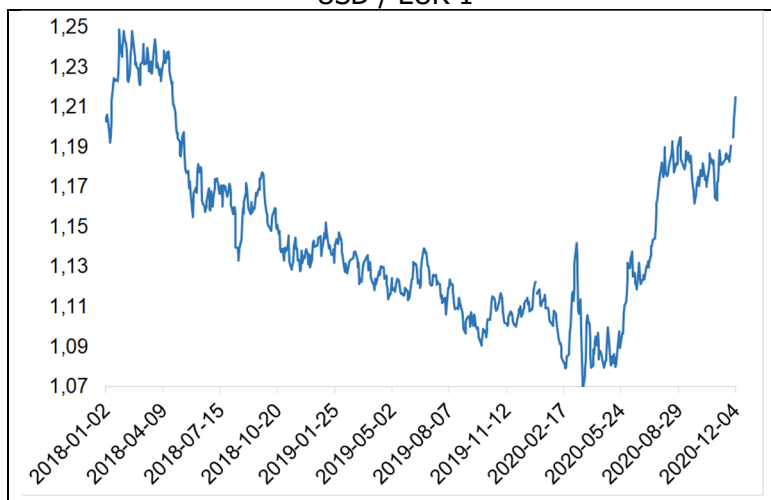
³⁷ Сучасна валютна політика та особливості її реалізації в Україні. / К.: Заповіт, 2016. – 120с.

³⁸ COVID-19 Exposes Asian Banks' Vulnerability to US Dollar Funding. – <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/616091/covid-19-asian-banks-vulnerability-us-dollar-funding.pdf>.

Зазначимо, що фактично у період глобальної фінансової кризи і перші посткризові роки була сформована довгострокова тенденція «мінімізації» курсових коливань провідних валют відносно долара. Причому, курсова динаміка формувалась таким чином, що досить чітко проглядався тренд слабкого зміцнення долара. Значною мірою це було зумовлено тим, що фінансові ризики не були усунуті повністю і певна фінансова невизначеність залишалась, що спонукало центральні банки провідних країн «не відходити» далеко від традиційної «тихої гавані».

Так, упродовж 2,5 років (з початку 2018р. до середини 2020р.), у т.ч. розгортання коронавірусної кризи, долар залишався у тренді зміцнення, що частково було зумовлено ризиками посилення торговельних воєн між США і Китаєм. А окремі періоди незначного послаблення долара були зумовлені ситуативними змінами на глобальних фінансових ринках або складнощами запровадження у США антикоронавірусної політики і залишались досить короткостроковими. У цьому контексті видається цікавим відносно послаблення долара влітку 2020р. (діаграма «Курс євро до долара США у 2018-2020рр.»), коли коронавірусний шок вдалося зменшити. Це стало відображенням очікувань посткризового відновлення, насамперед у країнах ЄС, і пошук парою долар-євро нового збалансованого рівня у посткоронавірусний період. Друга хвиля коронавірусу певним чином «збурила» валютну динаміку, відклавши пошук курсової рівноваги на наступний період (докладніше див. *Розділ 4*).

Курс євро до долара США у 2018-2020рр.,
USD / EUR 1



Звернемо увагу, що посилення **домінування долара у транскордонних транзакціях відбувалось значною мірою за рахунок неамериканських банків**, які надавали саме доларові кредити як урядам, так і корпораціям у багатьох країнах. Останні також були зацікавлені у розширенні отримання надійних ресурсів (реальна вартість яких була цілком визначеною і ніким не піддавалась сумніву), зважаючи на низькі процентні ставки не лише у розвинутих країнах, але і в багатьох висхідних країнах. Відтак, транскордонна доларова активність неамериканських банків за десятиліття зросла на 25% – з \$9,4 трлн. у I кв. 2008р. до \$11,6 трлн. у III кв. 2019р.

У таких умовах, звертаючись до коронавірусної кризи (2020р.), є підстави стверджувати, що, хоча сьогодні існує **невизначеність на валютних ринках** (курсова волатильність залишається значною), і немає особливих підстав очікувати суттєвих змін у «відносинах» основних (резервних) валют.

Сьогодні, як вказано, близько 90% різноманітних валютних операцій включають долар, і понад 60% резервів центральних банків номіновані у доларах (а тому від будь-яких «необережних» значних транзакцій (пов'язаних з доларом) першими можуть постраждати саме центральні банки, які втратять у власних балансах). Тому у кризовий і посткризовий період **про перегляд ролі і значимості долара у світовій валютній системі не йдеться**. (докладніше див. *Розділ 4.*)

Окремі узагальнення напрямів дій економічної політики. Глобальна коронавірусна криза принципово і критично **змінює як суспільно-політичний, так і соціально-економічний вимір сучасного світу.**

Криза з самого початку розгортання спричинила значний («синхронізований») економічний шок. Перші ж заходи у частині обмеження пересування людей (як всередині країни, так і між країнами, внаслідок фактичного закриття кордонів), транспортного сполучення (у т.ч. вантажного), закриття офісів і підприємств (з втратою робочих місць) означали різке скорочення сукупної пропозиції. Шок пропозиції одразу ж виявився і шоком попиту, оскільки втрата роботи і «замкнення» людей вдома означали втрату доходів, готовності споживання і купівельної спроможності. Реакція влади у багатьох країнах була раціональною – *з одного боку*, розширення витрат на медичні послуги і захист здоров'я, у т.ч. спеціалізоване медичне обладнання і засоби захисту, *з іншого* – запровадження низки фіскальних і монетарних стимулів, спрямованих на збереження робочих місць, доходів, прямих субсидій малозабезпеченим та ін., що разом виявляло позитивний вплив як на сторону попиту, так і пропозицій³⁹. Між тим, навіть такі раціональні і результативні заходи могли лише дещо послабити негативні наслідки дії коронавірусного шоку.

Хоча повні ризики втрати не могли бути належно оцінені з початку розгортання пандемії, проте загальні обриси вимальовувались вельми тривожні. Так, вже **перші оцінки** (навесні 2020р.) вказували на те, що⁴⁰:

- криза 2020р. для світової економіки стане найглибшою з часів закінчення Другої світової війни, а втрати добробуту у розрахунку на душу населення – ще більшими;
- виробництво товарів і послуг⁴¹ зазнає значного скорочення у всіх країнах світу;
- рівень безробіття підскочить до найвищого показника за понад півстоліття;
- споживчі витрати і попит на найважливіші сировинні (біржові) товари впадуть до найнижчих рівнів;
- обсяги світової торгівлі скоротяться у II-III кв. 2020р. на 20-30%, ще на більший рівень впадуть обсяги прямих іноземних інвестицій.

Розвиток подій і процесів у 2020р. підтвердив такі припущення (докладніше – Розділи 2-4).

З огляду на вказані короткострокові ризики формувались і можливі сценарії (різного рівня оптимістичності чи песимістичності) відновлення глобальної

³⁹ An Updated Assessment of the Economic Impact of COVID-19. – ADB Brief, No 133, May 2020.

⁴⁰ Див., зокрема: World Bank: COVID-19 recession is expected to be twice as bad as the 2009 financial crisis. – <https://www.weforum.org/agenda/2020/06/coronavirus-covid19-economic-recession-global-compared>.

⁴¹ Скорочення послуг безпосередньо було зумовлено адміністративним чи «добровільним» обмеженням (і навіть заборонами) людських контактів, що мало спрямовуватись на запобігання поширення хвороби.

економіки. Так, у результаті одного з перших широких опитувань (з охопленням респондентів різних країн), проведеного на початку квітня 2020р. агентством *Reuters*⁴², було сформульовано головні сценарії розгортання і наслідків коронавірусної кризи. Діапазон поглядів, як і слід було очікувати, зважаючи на відсутність «належного» прецеденту, був представлений широким спектром сценаріїв світового розвитку у найближчій перспективі.

На щастя, крайніх песимістичних сценаріїв вдалося уникнути, однак і оптимістичні не вдалося реалізувати. Значною мірою це зумовлено тим, що, незважаючи на глобальний характер пандемії, у світовому середовищі (у т.ч. геоекономічному) продовжували домінувати геополітичні інтереси окремих країн (і слабо враховувались завдання співпраці на подолання коронавірусного шоку), що суттєво ускладнювало антикоронавірусні заходи⁴³. Водночас, дедалі більше стає зрозумілим, що період відновлення світової і національних економік затягнеться далі, ніж 2021р. Зокрема, СОТ у своєму осінньому прогнозі оцінює падіння обсягів світової торгівлі товарами у 2020р. у 9,2%, а у 2021р. відбудеться зростання обсягів на 7,2%⁴⁴.

На початку жовтня більшість розвинутих країн (навіть тих, які здавалося успішно впорались із коронавірусною кризою навесні 2020р.), а також висхідних країн ЄС зіштовхнулись із різким зростанням реєстрованої захворюваності на *COVID-19* (діаграма «Денна кількість нових уражень коронавірусом»⁴⁵), що дозволило говорити про «другу хвилю» пандемії.

Причому, якщо «перша хвиля» була доволі «синхронізованою» і відбувалася у березні-квітні практично одночасно у переважній більшості країн, то надалі синхронізація послабилась і розростання захворюваності стало менш прогнозованим. Прискорення ж кількості заражень у IV кв. 2020р. (денна кількість нових уражень виявилася значно вищою, ніж навесні) означає, *з одного боку*, і необхідність відновлення зусиль протидії, *з іншого* – високу ймовірність нового гальмування економічної динаміки. Втім, набутий досвід виявився корисним, і вже на початку грудня 2020р. у більшості європейських країн чітко проявилась тенденція до стабілізації коронавірусної ситуації і навіть зменшення захворюваності. А з тим, є підстави стверджувати, що винайдена вакцина дозволить (як недалека перспектива) приборкати пандемію.

Наприкінці 2020р., коли завершувалась підготовка цієї публікації, хоча світова і національні економіки демонстрували певні ознаки одужання, коронавірусну кризу все ж ще не вдалося приборкати («друга хвиля» виявилася навіть потужнішою), і в багатьох країнах ще діяли соціально-економічні обмеження на можливості запровадження заходів відновлення⁴⁶.

⁴² Coronavirus: 5 predictions for how the economy might recover. – <https://www.weforum.org/agenda/2020/04/alphabet-soup-how-will-post-virus-economic-recovery-shape-up/>

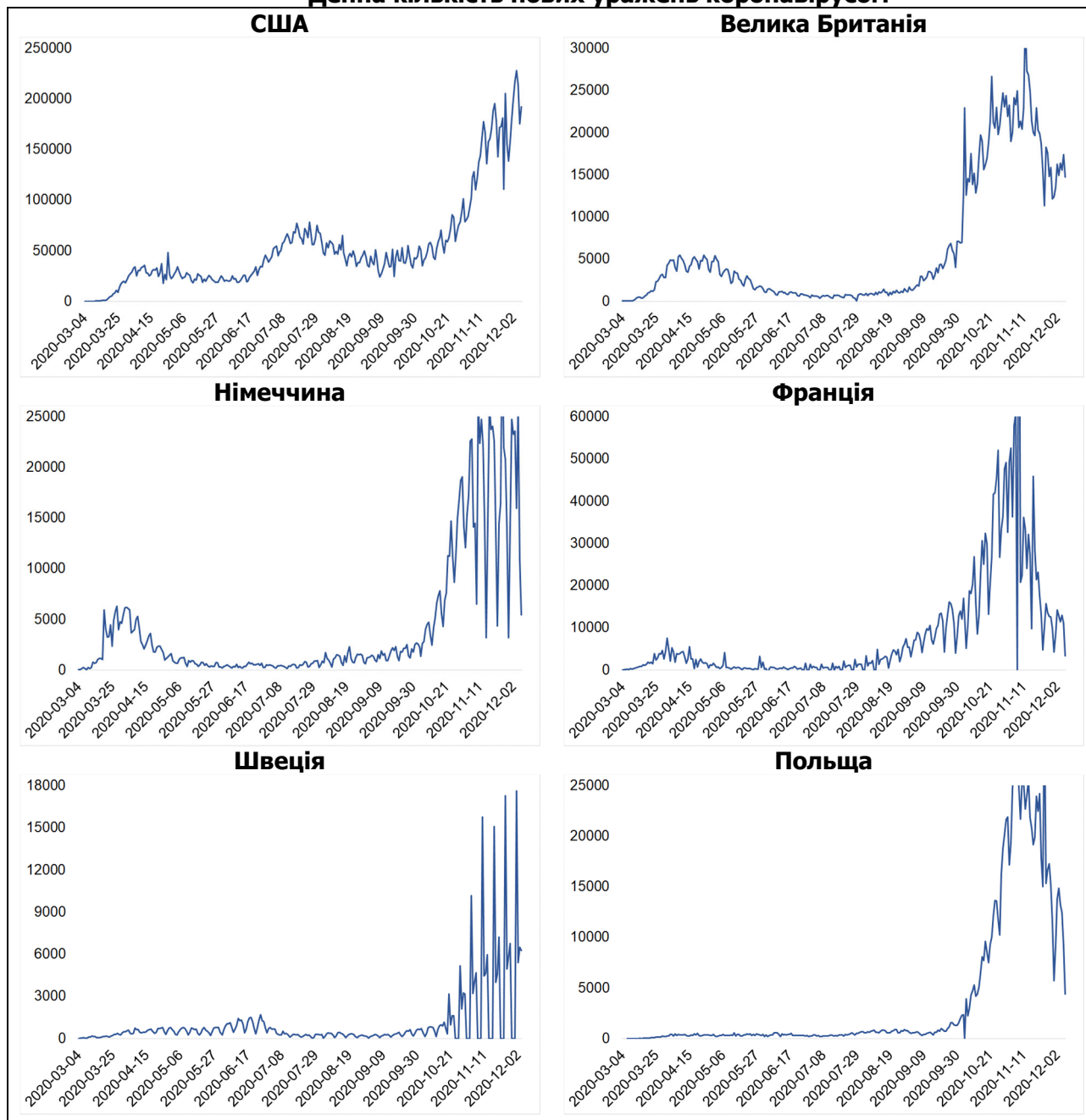
⁴³ Kawai M. *Geoeconomic Observation on COVID-19*. – <https://www.jfir.or.jp/e/commentary/200603.html>.

⁴⁴ Фахівці СОТ очікують, що відновлення відбудеться радше помірними темпами (*weal recovery*), ніж прискореними до досягнення докризових трендів (*quick return to trend*). – WTO Identifies Early Signs of COVID-19 Rebound, Revises Trade Growth Projections, <http://sdg.iisd.org/news/>.

⁴⁵ Coronavirus Pandemic (COVID-19) – the data. – <https://ourworldindata.org/coronavirus-data>.

⁴⁶ Україна після коронакризи – шлях одужання. Наукова доповідь. / Жаліло Я., Базилюк Я., Ковалівська С., Коломієць О. та ін. – К: НІСД, 2020.

Денна кількість нових уражень коронавірусом



Слід визнати, що підходи у різних країнах стосовно «правильних» політик антикоронавірусної протидії **не надавали однозначних результатів**, принаймні у частині **економічних наслідків і характеристик**. Між тим, є певна «згода» (підтверджена соціально-економічними процесами у 2020р.) стосовно того, що:

- вартість коронавірусної кризи для країни головним чином залежить не стільки від глибини початкового (у перші місяці) падіння економіки, скільки від тривалості негативних «накопичень»;
- чим сильнішою є економіка, тим меншою може бути тривалість, а з тим і швидше відбуватиметься відновлення до «нормальної» економічної динаміки;
- відновлення і **збереження міжнародних торговельних потоків**, насамперед, медичного обладнання і систем захисту

здоров'я – необхідна умова протидії негативним економічним і гуманітарним наслідкам хвороби⁴⁷;

- рівень безробіття і результативність спрямованості державної політики на **збереження зайнятості і доходів домогосподарств** стануть критеріальними оцінками успішності політики у коронавірусний період;
- необхідними є мінімізація браку довіри до влади і протидія **погіршенню очікувань** бізнесу і громадян стосовно успішності виходу з коронавірусної кризи⁴⁸.

Важливим (і небезпечним для розвитку) є те, що технологічне, виробниче, логістичне **оновлення у посткоронавірусний період ускладнюється** «новітнім» продовженням риторики до протекціонізму, промислового «суверенітету», локалізації і націоналізації виробництв та ін.⁴⁹ Звичайно, це водночас підігривається лозунгами розширення зайнятості і робочих місць у галузях, які «звільнились» від імпорту чи від мігрантів, що додатково може погіршити переміщення людей, динаміку виробництва, активність ланцюгів формування вартості, а також поведінку споживачів і бізнесу загалом⁵⁰.

І це відбувається в умовах, коли країни вже витратили значні кошти на антикризові заходи, насамперед спрямовані на недопущення розвалу ринків і втрати платоспроможності і добробуту домогосподарств, збереження і примноження стимулів для прискореного відновлення глобального попиту і пропозиції. «Нова хвиля», якщо продовжуватиметься, може **поставити перед урядами країн і світовою спільнотою ще гостріші виклики** як у охороні здоров'я і життя людей, так і недопущення соціально-економічного обвалу.

2. Результати антикоронавірусної політики США

Як у період глобальної фінансової кризи 2008-2009рр., світове лідерство по втіленню і «фінансуванню» антикризових заходів у 2020р. належить США, що, зважаючи на історичні аналогії, додає впевненості у позитивній результативності антикоронавірусних процесів і посткризового відновлення. Так, США продовжують запроваджувати значні монетарні і фіскальні стимули для зменшення негативного тиску на економічну діяльність та втрату доходів. Звичайно, це має «зворотній» бік – зростання дефіцитів, а з тим і зростання державного боргу (за оцінками на кінець 2020р. державний борг США перевищить \$25 трлн., або 100% ВВП). Між тим, як і раніше, ми стверджуємо і підкреслюємо, що, попри складнощі, **найвагомішою глобальною складовою економічного відновлення є поступове посилення американської економіки**. І саме американська економіка, динаміка її найвагоміших складових значною мірою визначатимуть і динаміку багатьох країн світу. Тому цей розділ здебільшого присвячений аналізу рецесійних

⁴⁷ ...це є складним завданням в умовах, коли глобальна торговельна система вже знаходиться під дією численних обмежень і заборон (які, як правило, важко скасувати).

⁴⁸ Негативні очікування, своєю чергою, погіршують перспективи подолання посткризової депресії. – Див., зокрема: Україна після COVID-19 – шлях одужання. / Жаліло Я. та ін. К: НІСД, 2020.

⁴⁹ Див., зокрема: Україна після коронакризи – шлях одужання. / Жаліло Я. та ін. К: НІСД, 2020.

⁵⁰ Renewing multilateralism for the 21st century. The Role of the United Nations and of the European Union. – <https://www.iai.it/en/pubblicazioni/renewing-multilateralism-21st-century>.

і відновлювальних процесів у США упродовж глобальної фінансової кризи 2008-2009рр., а також (на основі порівняльних економічних характеристик) макроекономічних проявів і тенденцій, які стають **базисом протидії коронавірусній кризі 2020р.**, а з тим – подальших соціально-економічних перспектив країни (і глобального відновлення).

Економічна динаміка. Протікання кризових процесів у 2020р. має низку спільних рис з процесами 2008-2009рр. Водночас, навіть така «спільність» не заперечує наявності суттєвих особливостей, що потребує вкрай раціонального оцінювання поточної економічної динаміки, притаманних ризиків та запроваджуваних заходів.

Слід визнати, що **шокове падіння** економіки США у період розгортання коронавірусної кризи 2020р. **виявилось значно більшим**, порівняно з падінням часів глобальної фінансової кризи 2008-2009рр. – кризові тиск і шоки для реального сектору виявилися стрімкішими і значно глибшими (таблиця «*Квартальна динаміка реального ВВП США*»)⁵¹.

Квартальна динаміка реального ВВП США, середні зміни до відповідного кварталу попереднього року, %							
2008-2009	<i>II'08</i>	<i>III'08</i>	<i>IV'08</i>	<i>I'09</i>	<i>II'09</i>	<i>III'09</i>	<i>IV'09</i>
	2,8	-0,5	-5,4	-6,4	-0,7	2,2	5,6
2019-2020	<i>II'19</i>	<i>III'19</i>	<i>IV'19</i>	<i>I'20</i>	<i>II'20</i>	<i>III'20</i>	<i>IV'20 (o)</i>
	1,5	2,6	2,4	-5,0	-31,4	33,1	3,5

Динаміка значної частки макропоказників чітко демонструє те, що кризові процеси 2020р. були хоча значно глибшими, проте й коротшими у термінах своєї дії. *З одного боку*, це дає підстави припустити, що відновлення економіки можливе дійсно за V-сценарієм (прискороного відновлення, докладніше далі). *З іншого* – вихід з глибокого падіння все ж потребує і значно більше зусиль і ресурсів, яких може виявитись замало у випадку продовження тривалості чи появи нових ризиків коронавірусної атаки.

Для уточнень звернемось до індикаторів ділової активності і поведінки домогосподарств у 2020р. Одразу зазначимо, що у III кв. 2020р. відновлення спостерігалось як у споживанні, так і бізнес-інвестиціях, що посилювало агрегований попит і покращило очікування. Хоча покриття шоків втрат домогосподарств і бізнесу і не відбулося, все ж вдалося повернутись до поступового зростання. Звичайно, у IV кв. 2020р., за попередніми оцінками, поступове відновлення продовжувалось, однак темпи покращення суттєво скоротились, насамперед під тиском розгортання «другої хвилі» пандемії.

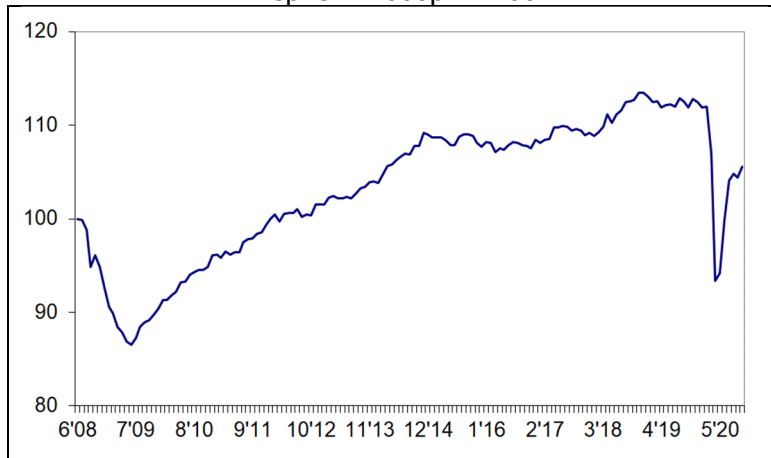
Вказане досить чітко проявилось у динаміці промислового виробництва. Хоча вагомість промисловості для американської економіки за останні десятиріччя дещо знизилась, однак вона залишається визначальною для економічного потенціалу, інвестиційного залучення, інноваційного посилення та ін. Тому увага до чинників і показників промисловості залишається пріоритетною. У цьому контексті, саме динаміка промисловості надає чітку характеристику кризового падіння 2008-2009рр. і посткризового відновлення наступних чотирьох років (діаграма «*Індекс промислового виробництва США*»⁵²).

⁵¹ Джерела: (тут і далі у цьому розділі) для економіки США, якщо не вказано інше, *Credit Suisse Research, National Bureau of Economic Research (NBER)*.

⁵² Зазначимо, що подібна динаміка притаманна попиту на інвестиційні товари. – Докладніше див.: *Global Cycle Notes: What goes up... - Credit Suisse Investment Solutions & Products*, August 2020.

Зазначимо, що процеси відновлення у той період відбувались у відповідності до U-сценарію (довші періоди гальмування і відновлення)⁵³.

Індекс промислового виробництва США,
Червень 2008р. = 100



Традиційно, процеси посткризового відновлення є значно тривалішими, ніж шоківі чи кризові обвали. Зокрема, індекс промислового виробництва (який обвалився у 2009р.) лише на початку 2012р. (тобто через 3 роки після найнижчого рівня) вийшов на докризові показники. Експертами передбачається (поряд із стрімкішим падінням) також прискорене відновлення у посткоронавірусний період, що й підтверджується у низці галузей економіки США у 2020р. Так, зокрема, автомобільна промисловість у березні-квітні впала на 80% (порівняно з попередніми місяцями), однак вже у травні-липні⁵⁴ практично відновились.

Звичайно, економічні процеси у країні визначаються не лише динамікою показників промислового виробництва. Більш узагальненою характеристикою є показники ділової активності у переробних галузях промисловості (*Manufacturing PMI*)⁵⁵. Саме індикатори ділової активності, споживчих настроїв, поточних і нових замовлень та ін. демонструють особливості протікання рецесійних і стабілізаційних процесів, а також процесів відновлення економіки країни.

Нагадаємо, восени 2009р. (5-й квартал розгортання глобальної фінансової кризи) у США вдалося відновити економічне зростання, а індекс ділової активності в обробних галузях навіть перевищив докризовий рівень. Більше того, упродовж наступних трьох кварталів (осінь 2010р. - весна 2011р.) вказаний Індекс також відновив стійке зростання⁵⁶. Водночас, відбувалось помітне покращення споживчих настроїв домогосподарств (хоча їх динаміка

⁵³ Див., зокрема: В.Юрчишин. Проблеми і перспективи посткризового відновлення: глобальна економіка та Україна. / К.: Заповіт, 2012, 228с.

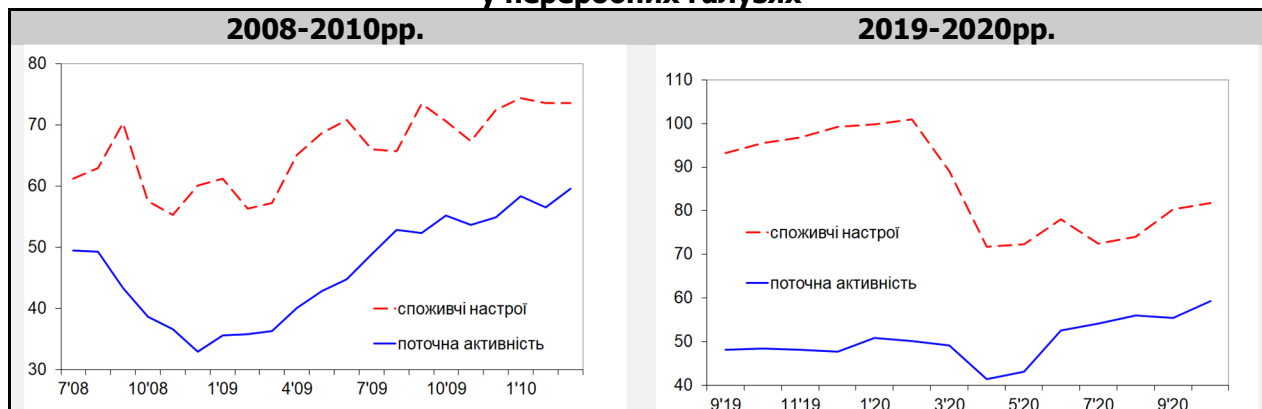
⁵⁴ Липень виявився найбільш сприятливим для відновлення багатьох галузей і сфер діяльності.

⁵⁵ Глобальним *Purchasing Managers' Index™ (PMI™)* оцінюється поточна ділова активність шляхом опитування керівників найбільших корпорацій як в окремих країнах, так і світу загалом. Узагальнена оцінка нижче 50 балів вказує на незадовільний стан економічної діяльності, вище 50 – засвідчує позитивну поточну динаміку. У США для національної оцінки застосовується аналог – *ISM Manufacturing Index (ISM – Institute for Supply Management)*.

⁵⁶ Хоч економіка США відновлювалася з 2009р. (у II кв. було досягнуто «дна» падіння), проте лише в першому кварталі 2011р. вона вийшла на докризовий рівень.

залишалась млявою), що слугувало додатковими складовими зміцнення соціально-економічного середовища у країні (діаграма «Індекси споживчих настроїв та поточної ділової активності у переробних галузях»).

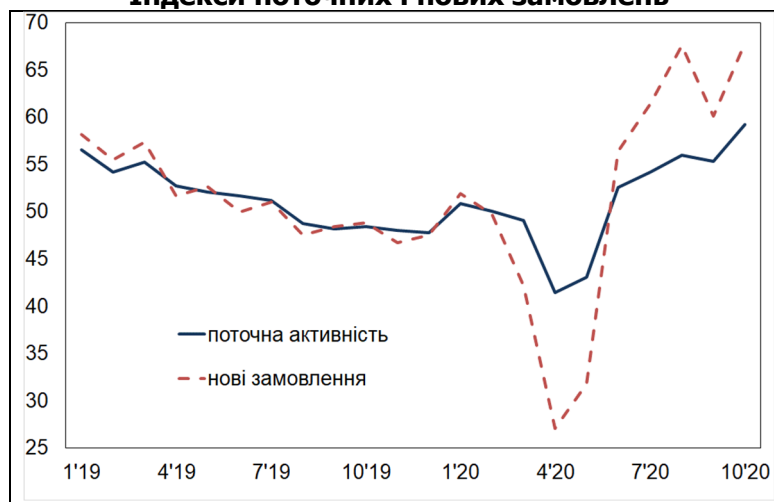
Індекси споживчих настроїв та поточної ділової активності у переробних галузях



Однак, ситуація 2020р. помітно відрізняється від 2008р. Після весняного зниження у період коронавірусного шоку індекс ділової активності продемонстрував швидке зростання і навіть перевищив докризовий рівень. Більше того, споживчі настрої вже у III кв. 2020р. також демонстрували покращення, хоча набагато обережніше, зважаючи на збереження високих коронавірусних ризиків.

Поясненням може слугувати те, що антикризові програми, включаючи значні грошові виплати бізнесу і домогосподарствам, були дійсно результативними, а тому й не було допущено значної втрати добробуту. Це, своєю чергою, додало оптимізму діловій активності, і хоча значення такого важливого бізнес-показника, яким є індекс нових виробничих замовлень, у квітні-травні обвалився на 20-25 п.п. порівняно з початком року, проте вже у літні місяці перевищив найкращі показники дворічного періоду (діаграма «Індекси поточних і нових замовлень»). Звичайно, поєднання позитивних динамік та очікувань бізнесу і домогосподарств – є вагомим свідченням результативної політики відновлення.

Індекси поточних і нових замовлень



Наголосимо, значне **підвищення попиту на товари** (у значно меншому ступені на послуги, на багато з яких зберігаються обмеження) **може стати**

вирішальним у відновленні економічної діяльності, принаймні на національному рівні. Так, таке підвищення є основою зростання виробництва у переробних виробничих галузях у наступні місяці (що й підтверджується прискореним зростанням індексу нових замовлень). Це спонукає і до розширення зайнятості, запуску призупинених виробничих потужностей та ін.

Зайнятість і заробітні плати. Вагомою складовою економічного зростання є послідовне покращення ситуації у сфері зайнятості, що, своєю чергою, сприяє як економічній динаміці, так і очікуванням економічних агентів стосовно подальших економічних перспектив⁵⁷. І саме споживчі настрої населення можуть виступати «дзеркальною» характеристикою рівня зайнятості чи безробіття.

Як вказувалось, розгортання глобальної фінансової кризи мало лише поступовий вплив на зайнятість, вивільнення працівників відбувалось нерівномірно для різних галузей і сфер діяльності. Однак, процес скорочення зайнятості продовжувався упродовж кількох кварталів, а загальна кількість втрат робочих місць формувалась наростаючим підсумком. І якщо у IV кв. 2008р. фіксувалось найбільша кількість звільнень, то лише у IV кв. 2009р. було зафіксовано найвищий в останні три десятиліття рівень безробіття⁵⁸, який перевищував 10% (діаграма «*Зміни зайнятості штатних працівників... у 2008-2011рр.*»). Лише надалі робочі місця почали відновлюватись, хоча й послідовно, проте лише незначними темпами.

Під час розгортання коронавірусної кризи ситуація різнилась. Втрата роботи в дуже обмежений термін торкнулася значних і широких прошарків населення саме тому, що **криза одразу і одночасно охоплювала і негативно впливала на практично всі сфери людської діяльності**. Так само, широкими були очікування стосовно того, що тривалість кризового шоку буде короткочасною. Тому «швидке» безробіття не викликало надмірних шоків. Водночас, зміцнювалася впевненість, що, якщо вдасться обмежити розповсюдження пандемії, то й бізнес почне відновлювати робочі місця⁵⁹.

І такі підстави ствердились – різке **зростання рівня безробіття** (до 15%⁶⁰) (діаграма «*Рівень безробіття*») у квітні-травні 2020р. вже у червні-липні змінилось на стрімке **відновлення зайнятості** (створення нових робочих місць, діаграма «*Зміни зайнятості штатних працівників... у 2019-2020рр.*»), а з тим і помітне зниження рівня безробіття. Однак, слід зазначити, що відновлення зайнятості (і зниження безробіття), після сплесків у літній період, **надалі відбуватиметься значно повільніше** і матиме довгостроковий характер (подібний динаміці у період після глобальної фінансової кризи).

Такий «розворот» у зайнятості був надзвичайно важливим для соціально-економічного середовища і очікувань працівників і домогосподарств. Оскільки лише за березень-квітень США втратили близько 22 млн. робочих місць – майже стільки, скільки було створено за попереднє десятиріччя (після

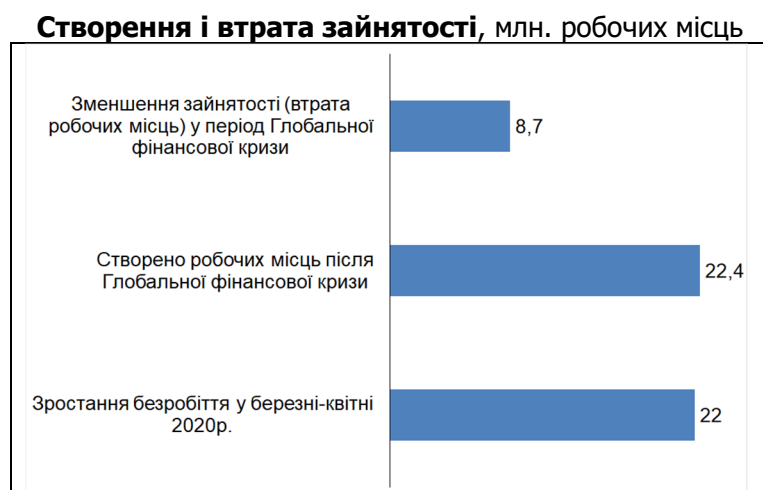
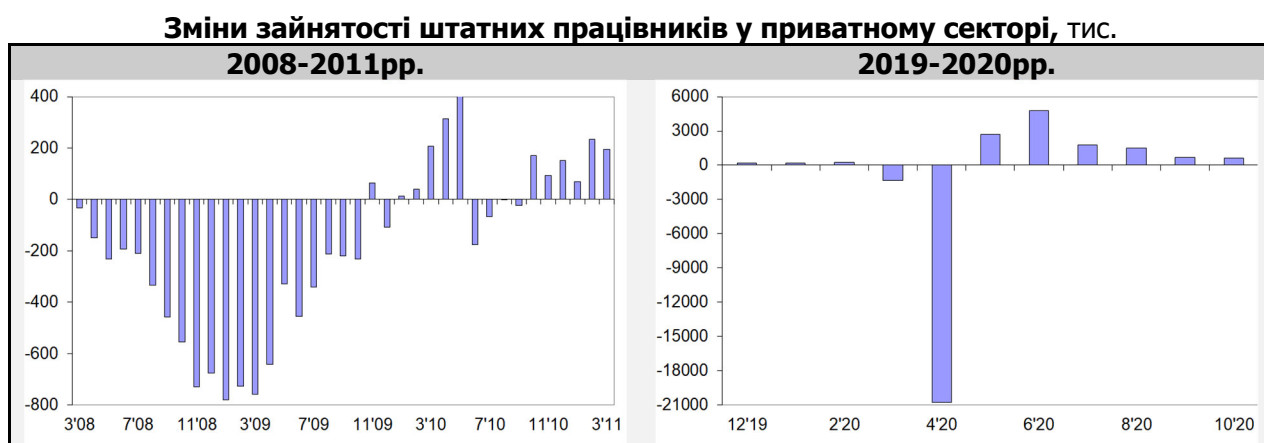
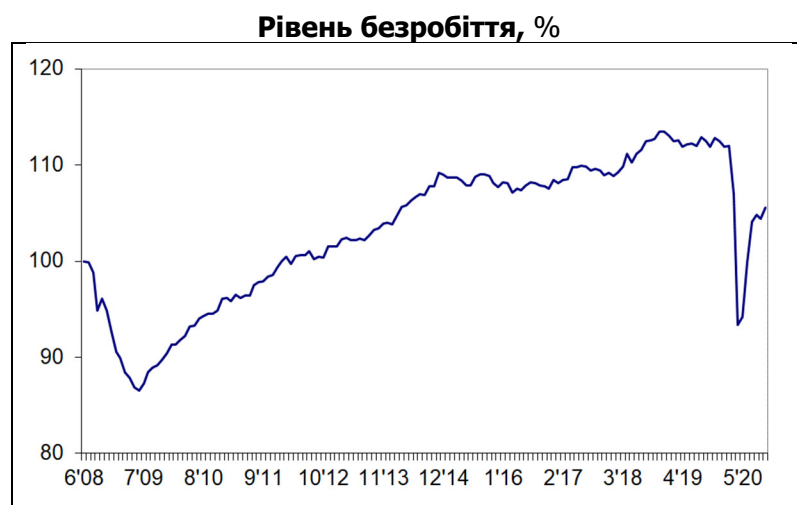
⁵⁷ Проблеми і перспективи посткризового відновлення: глобальна економіка та Україна. / К.: Заповіт, 2012, 228с.

⁵⁸ Звільнення продовжувались практично упродовж всього 2009р., хоча темпи суттєво впали.

⁵⁹ Упевненість базувалась на широких програмах підтримки бізнесу і домогосподарств, у т.ч. з метою недопущення повної втрати підприємствами власних працівників (особливо кваліфікованого рівня).

⁶⁰ Лише у квітні на ринку робочої сили було зафіксована понад двадцять мільйонна втрата робочих місць.

завершення глобальної фінансової кризи (діаграма «Створення і втрата зайнятості»⁶¹).



Невід'ємною складовою зміцнення ситуації на ринку праці була **політика оплати праці**. Тільки-но почали проявлятися процеси скорочення зайнятості у березні 2020р. (таблиця «Зарплата і зайнятість»), відразу значно зросли виплати працівникам (переважно, доплати, бонуси, у т.ч. із спеціальних фондів), що чітко проявлялось вже у квітні-травні. Швидка (і досить успішна)

⁶¹ The US economy has erased nearly all the job gains since the Great Recession. – <https://www.cnn.com/2020/04/16/>.

реалізація програм зайнятості (вже у травні-червні, разом із зростанням зайнятості) дозволила поступово повернути динаміку нарощування зарплат до «нормального» рівня. Між тим, щомісячні темпи збільшення чисельності працівників (принаймні у приватному секторі) суттєво послабились.

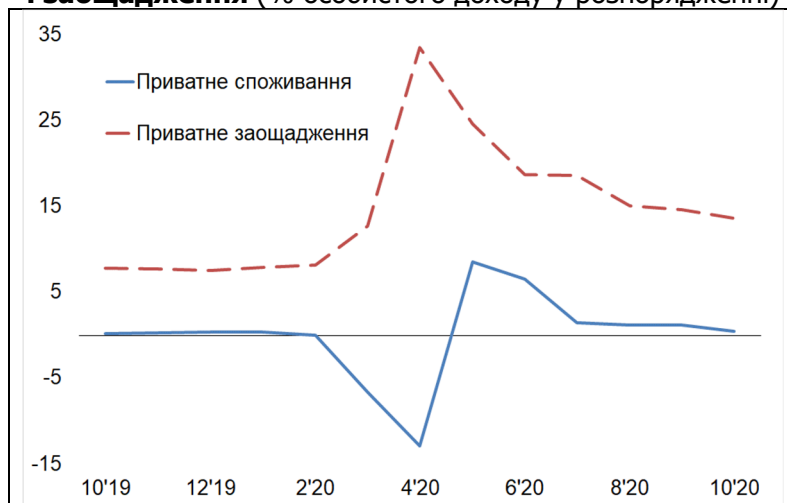
Зарплата і зайнятість, 2020р.

	Середня погодинна зарплата (сезонно скоригована), \$	Збільшення/зменшення числа штатних працівників (тис.) у приватному секторі
Січ.	28,43	179
Лют.	28,51	220
Берез.	28,69	-1 358
Квіт.	30,03	-20 787
Трав.	29,72	2725
Черв.	29,32	4781
Лип.	29,36	1761
Серп.	29,45	1493
Верес.	29,47	711
Жовт.	29,49	610
Лист.	29,58	245

Як і слід було очікувати, з початком коронавірусної кризи і запровадженням обмежень одразу зменшились поточні споживчі витрати, що певним чином є нехарактерним для домогосподарств США. Однак, це мало й зворотню, вже позитивну, сторону. «Провали» у споживчих витратах у березні-квітні, водночас, означали суттєве зростання приватних заощаджень⁶².

Так, останніми роками рівень приватних заощаджень у США складав близько 7% (особистого доходу у розпорядженні) (діаграма «*Особисті споживання і заощадження*»). А вже після завершення кризового шоку у травні-червні 2020р. цей рівень (хоча й короточасний) перевищив 20%.

Особисті споживання (% зростання до попереднього місяця) і заощадження (% особистого доходу у розпорядженні)



⁶² Рівень приватних заощаджень є важливим індикатором фінансового здоров'я домогосподарств, а також відіграє вагомий роль у визначенні і прогнозуванні поведінки приватного сектору і економіки загалом.

Надалі відбулась певна стабілізація (на рівні 14-15%), однак значною мірою вона була обмежена збереженням невизначеностей і очікування нових кризових шоків. Поряд з цим, частину «зекономлених» (за рахунок споживання) коштів домогосподарства використали на інші цілі – товари довгострокового використання і капітальні товари (див. далі).

Важливим також є те, що послідовне покращення ситуації на ринках праці зумовлює помітне **покращення споживчих настроїв**. Так, вже у червні 2020р. (разом із зростанням зайнятості) швидко відновились роздрібні продажі, обсяг яких навіть перевищив докризовий рівень. Між тим, соціально-економічне відновлення поки залишається повільним, у т.ч. зважаючи на ризики і вельми обережні очікування (і побоювання) відновлення нових коронавірусних хвиль, що є вагомим стримуючим чинником для закріплення позитивної динаміки споживчих настроїв (діаграми «Індекс споживчих настроїв і рівень безробіття у 2019-2020рр.»). При цьому, ще на початку осені очікувалось, що буде продовжено пакет стимулюючих заходів для населення і бізнесу. Однак, розпочатий передвиборчий марафон (а відтак і політизація соціально-економічних рішень) значно ускладнив вироблення узгоджених заходів та їх втілення (що й позначилося на настроях економічних агентів).

**Індекс споживчих настроїв і рівень безробіття,
2019-2020рр.**



Однак, досвід 2008-2010рр. у сфері зайнятості засвідчив ще одну закономірність. Утримання високого рівня безробіття (навіть в умовах його зниження) спонукає до «обережного» відновлення споживчої динаміки, що й проявляється у 2020р. Одним з наслідків чого є те, що рівень приватних заощаджень утримується вищим (ніж «звично»)⁶³, що також матиме вплив на рівень виробництва. Зокрема, якщо стабілізаційні процеси наберуть послідовності, то процеси інвестування (у т.ч. у цінні папери) можуть також розширитись, що зможе надати додаткових стимулів економічному зростанню.

Ринок житла – «сигнальний» ринок. Так само, як індикатор економічної активності досить чітко вказує на напрям розгортання економічних процесів у країні, окремі (системні) ринки (які чітко «ув'язані» в американський спосіб життя) також можуть відігравати критеріальну роль результативності політики відновлення. Рівень настроїв і довіри населення до стабілізаційних і зміцнюючих процесів у США значною мірою визначається двома сферами –

⁶³ Навесні 2010р., коли економічна динаміка була вже позитивною, рівень приватних заощаджень коливався у відносно вузькому коридорі 5,5-6,0% загального доходу, порівняно з 3-4% в докризовий період.

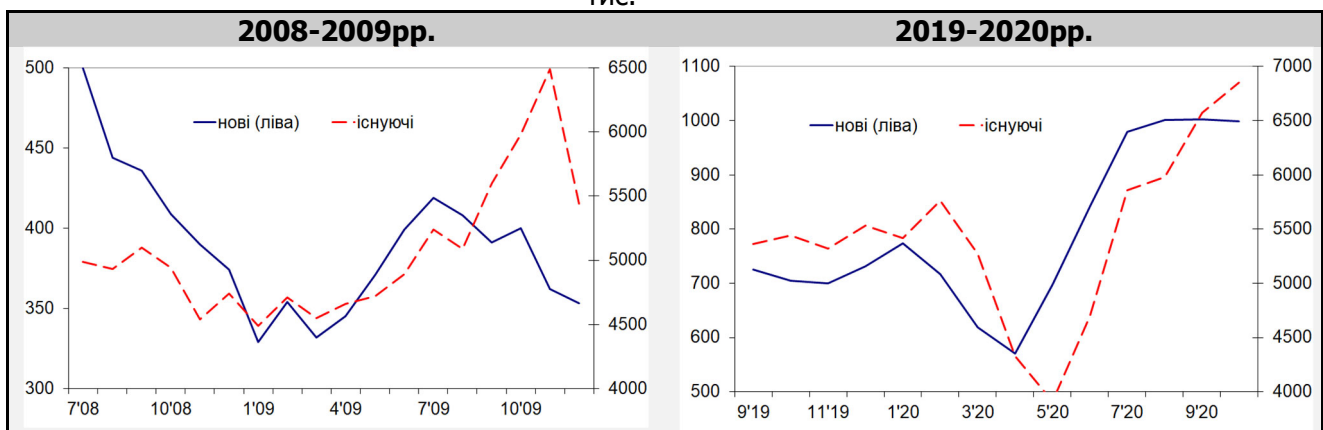
будівництвом і придбанням житла (нового і вже наявного), а також продажами автомобілів.

Втрата доходів чи посилення невпевненості практично відразу призводять до помітного зменшення кількості житлових угод, а також надання переваг дешевшим автомобілям. У період економічного пожвавлення інтерес до будинків загалом, а особливо нових будинків, одразу суттєво зростає, навіть при тому, що, водночас, зростає і вартість житлових будинків. Такі ж процеси відбуваються і на автомобільних ринках країни.

Звернемо увагу на ринок житла. На початку глобальної фінансової кризи восени 2008р. у США відбулося фактичне консервування купівлі-продажу житла, і такий стан тривав найдовше (охопивши зимово-весняний період 2009р.), порівняно із зниженнями продажів житла в інші кризові періоди останніх трьох десятиліть (діаграма «*Продажі будинків ... у 2008-2009рр.*»). Це відбувалося навіть в умовах, коли вартість житла як частка доходу домогосподарств була найнижчою, ніж в інший період. Наголосимо, низький попит на житло у США, по суті, демонструє невпевненість економічних агентів у майбутніх доходах (зважаючи на те, що практично весь житловий ринок є суттєво залежним від кредитних та іпотечних інструментів), а з тим – **відсутність належних стимулів до «повноцінного» відновлення бізнес-активності**. Тому й триваючий низький попит на нове житло співвідносився з досить значною і достатньо тривалою кризою.

І у цьому контексті ринок житла також демонструє відмінності у характері протікання глобальної фінансової і коронавірусної криз. Так, у 2020р. вже наприкінці I кв. обсяги продажів житла разом із вартістю будинків різко обвалились (діаграма «*Продажі будинків ... у 2019-2020рр.*»). Проте вже у травні-червні, хоча кризові складові ще були значними, відбулося неочікуване зростання показників ринку, які перевищили докризовий рівень⁶⁴. Більше того, у серпні продаж наявних будинків взагалі встановив рекорд – майже 6 млн., що й найвищим показником за попередні 10 років (відповідним чином, суттєво зросли інвестиції у житлове будівництво загалом).

Продажі будинків,
тис.

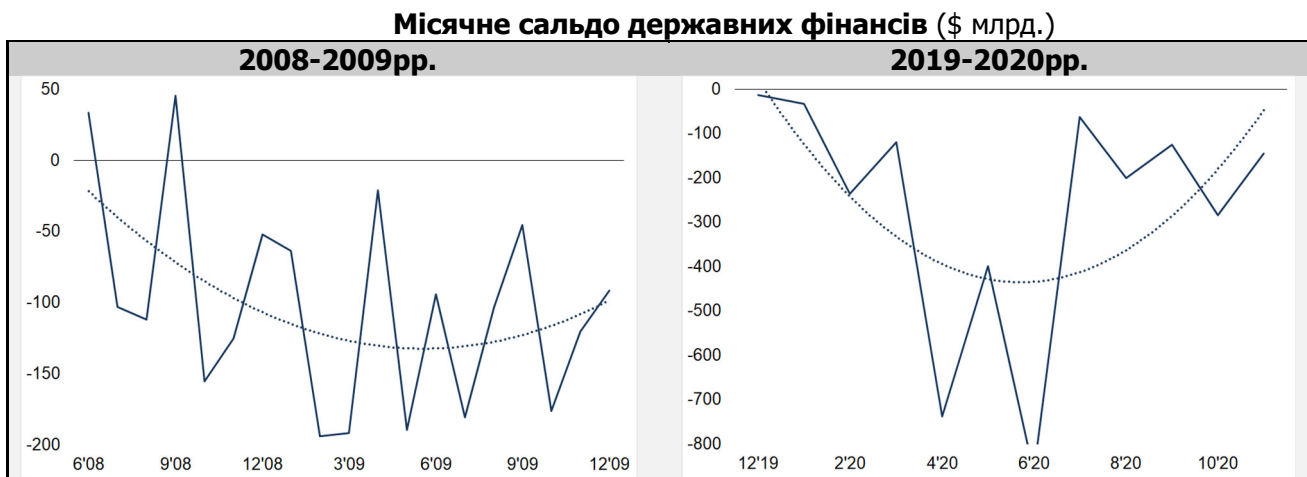


Це значною мірою було зумовлено тим, що різноманітні програми допомоги (бізнесу, підтримки окремих підприємств та їх працівників, збереження доходів домогосподарств та ін.) набули належного впровадження. Водночас, значно

⁶⁴ Подібні процеси швидкого відновлення мали місце і у продажі автомобілів (хоча докризовий рівень і не перевищили).

знизились ставки за іпотечними кредитами, що також підвищило привабливість ринків житла для американців. Тобто багато домогосподарств значно підвищили власну платоспроможність. Що й простимулювало рішення на придбання нерухомості, житлових будинків (нових та вже існуючих), автомобілів. Певним чином це виявилось надзвичайним, однак, водночас, підтримало відповідні найвагоміші (для економіки США) галузі, які, своєю чергою, у найближчі періоди відновлять попит на товари базових галузей і товари довгострокового користування. Тому, хоча обвал економічних показників у I-II кв. 2020р. був надзвичайний, однак навіть вказані канали на важливих ринках прискорили їх (показників) відновлення вже у III кв. (хоча, звичайно, до досягнення докризових рівнів сукупного попиту ще далеко).

Фінансове сприяння. Як під час глобальної фінансової, так і коронавірусної криз уряд США запроваджував широкі програми підтримки, що призводило до суттєвого зростання дефіциту державних фінансів. Як і стосовно інших головних макроекономічних показників, «надмірне» нарощування дефіцитів у 2020р. було стрімкішим і значно більшим, порівняно з відповідними характеристиками 2009р. (діаграми «Місячне сальдо державних фінансів»).



Водночас, вихід з фіскальної експансії 2009р. був послідовний і досить тривалий. Послаблення ж коронавірусного тиску також означає, що фіскальне стимулювання упродовж найближчих кварталів після кризового шоку буде стриманішим. Хоча політичні дискусії про нові обсяги підтримки у 2020-2021рр. продовжуються, однак, вірогідно, вже заявлені \$500-700 млрд. будуть збільшені, якщо вакцинація затримуватиметься, або не матиме очікуваної результативності.

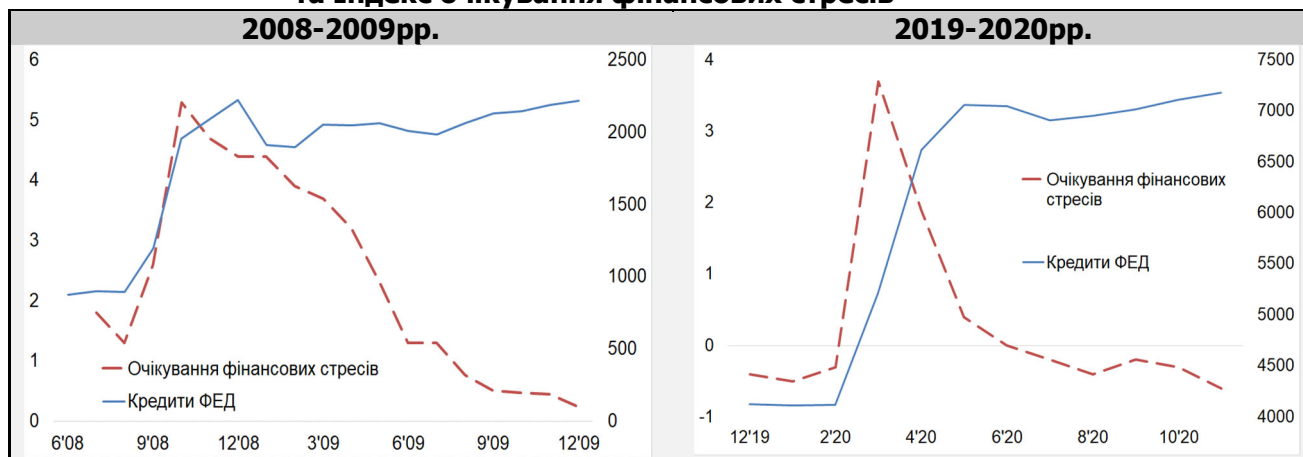
Причому йдеться не лише про обмеженість коштів, які можуть спрямовуватись на безпосередню підтримку бізнесів і домогосподарств. Важливим є **відновлення стимулів до продуктивної праці**, що особливо важливо для американських працівників, які значно менше ув'язані у соціальні програми, порівняно з працівниками країн ЄС. Втім, питання дефіцитів (державних фінансів і зовнішньоторговельного) у період протидії коронавірусній кризі і виході з неї не виглядає надто критичним.

Так, не викликає сумніву, що головним джерелом ліквідних коштів у США виступатиме центральний банк країни Федеральний резерв (ФЕД) через продовження (у різному ступені) монетарного послаблення. ФЕД оголосив свою політику і запровадив її у різних вимірах. Так, у 2020р. знову започаткувавши різке зниження процентної ставки до майже нульового рівня, а також розширивши програми на регіональний рівень (штатів, муніципалітетів).

Далекосяжні результати (у т.ч. у посткоронавірусний період) матиме практично необмежений викуп **державних цінних паперів США**, а також корпоративних і місцевих/муніципальних боргових паперів. Хоча **викуп Центральним банком бондів США піддається критиці**, проте, зрозуміло, що **така політика фінансування продовжуватиметься**, доки не проявляться чіткі свідчення економічного зростання і стійкого зниження безробіття.

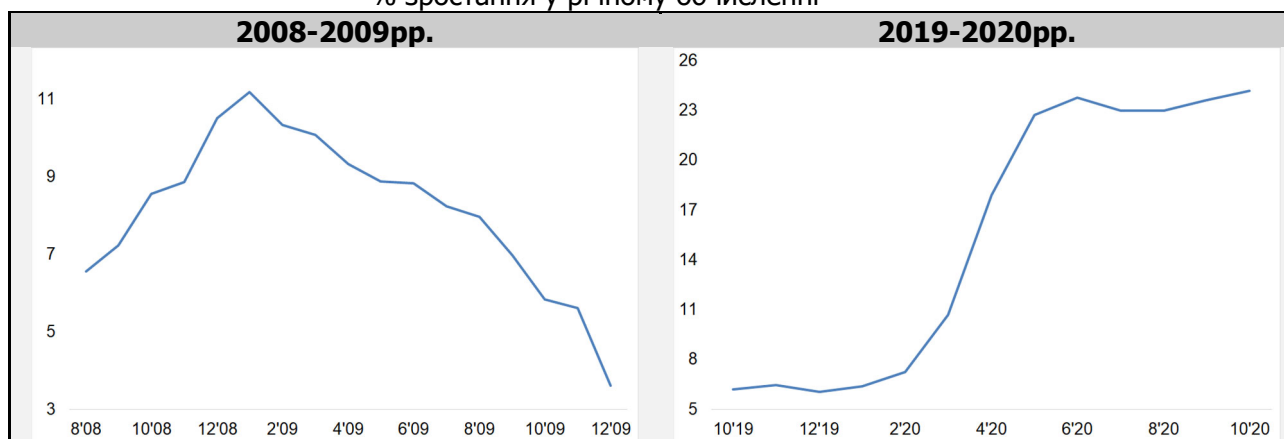
Причому це має сенс ще й тому, що монетарне розширення як 2009р., так і 2020р., по суті, жодним чином не впливає на інфляційні процеси і не призводить до макроекономічних дисбалансів. Більше того, саме активна і зрозуміла роль ФЕД у наповненні ринків грошовими ресурсами (розширення пропозиції грошей) по суті мінімізує фінансові ризики (забезпечуючи доступ до значних і дешевих ресурсів), послаблює чинники втрати платоспроможності, а з тим ліквідує негативні очікування розгортання фінансових шоків і стресів (діаграми «Кредити Федерального резерву та Індекс очікування...»).

**Кредити Федерального резерву (\$ млрд., права шк.)
та Індекс очікування фінансових стресів**



І є підстави стверджувати, що **впроваджене «монетарне пом'якшення»** (в обидва вказані періоди), всупереч побоюванням, **не спричинило інфляційного тиску, а також не стало чинником нарощування «поганих боргів»**. Тому не виглядає загрозливим і можливий наступний етап монетарного пом'якшення, якщо процеси відновлення знову піддадуться гальмівним чинникам.

**Пропозиція грошей M2,
% зростання у річному обчисленні**



Звичайно, така політика центрального банку країни призводить до суттєвого збільшення пропозиції грошей (насамперед, широких грошей – агрегату $M2$) (діаграми «Пропозиція грошей $M2$ »). Звернемо увагу, що, якщо у 2008-2009рр. після досягнення «піку» зростання темпи нарощування грошової маси почали помітно знижуватись, то у 2020р. (зважаючи на утримання ризиків і невизначеностей) темпи монетарної експансії не зменшувались до кінця року. Однак, найвірогідніше, у 2021р. після закріплення стабілізаційних процесів (як і по мірі стабілізації у період фінансової кризи) ФЕД послаблюватиме динаміку кредитування і наповнення фінансового середовища ліквідністю, а з тим темпи зростання пропозиції грошей також знизяться до «нормального» рівня.

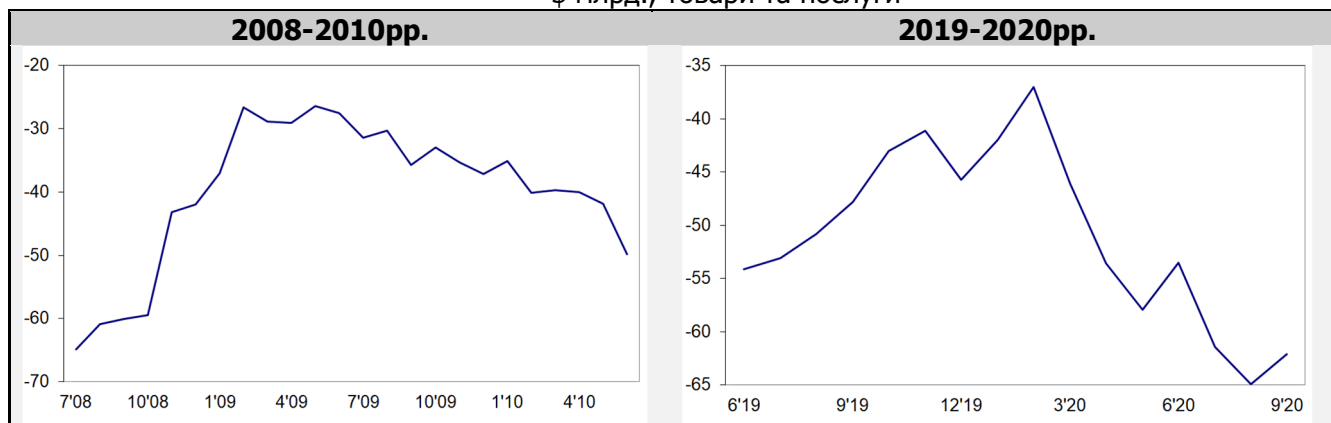
Зовнішньоекономічні баланси. Цікавою особливістю кризових проявів у США у 2008-2009рр. і 2020р. стала помітна відмінність у зовнішньоторговельних балансах.

Так, країна входила у 2008р. із значними торговельними дисбалансами – до середини 2008р. середньомісячний дефіцит сягав \$60-70 млрд. Глобальна фінансова криза змінила зовнішньоекономічні баланси багатьох країн, а у США лише за кілька місяців дефіцит (середньомісячне торговельне сальдо) скоротився удвічі – до \$30-35 млрд. (діаграма «Зовнішньоторговельне сальдо США...у 2008-2010рр.»). Причому це відбувалось в умовах досить значного зміцнення долара внаслідок припливу капіталів до американських «тихих гаваней».

Надалі (у 2010-2012рр.) поступове і послідовне економічне відновлення у США (нагадаємо, в умовах помітно зміцнілого долара) призвело і до відновлення зростання торговельного дефіциту, хоча це відбувалось значно нижчими темпами. Загалом, це **узгоджується з макроекономічними «правилами»** – відновлення економіки означало збільшення поглинання всередині країни, а з тим – прискорення імпорту (як споживчого, так і інвестиційного) і **нове розширення зовнішньоторговельних дефіцитів**.

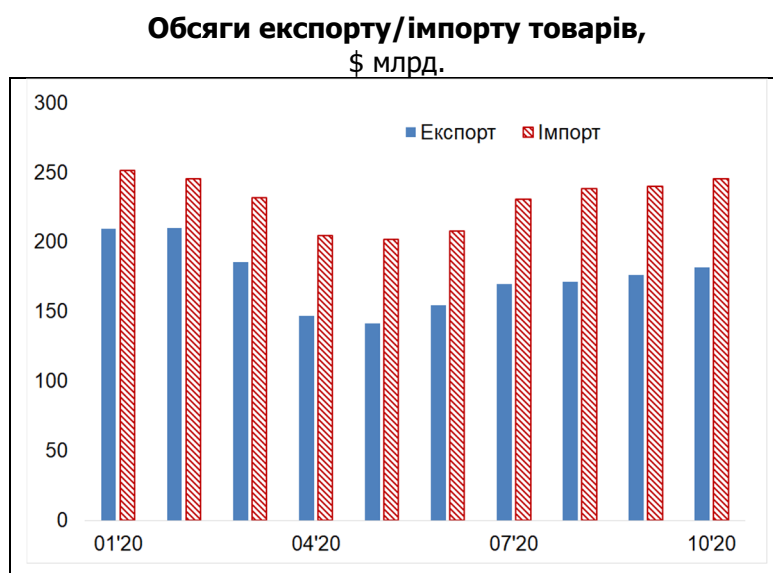
У 2019-2020рр. спостерігалась інша динаміка зовнішньоторговельного сальдо, що відбиває й інше глобальне середовище. Упродовж II півріччя 2019р. зовнішньоторговельний дефіцит демонстрував чітку тенденцію до покращення, що стало наслідком т.зв. торговельної війни між США і Китаєм і запровадженню обмежень на китайський імпорт (через високі мита). Тобто США входили у 2020р. у набагато краще збалансованому секторі зовнішньої торгівлі (діаграма «Зовнішньоторговельне сальдо США...у 2019-2020рр.»), що, знову ж таки, відбувалось в умовах досить міцного долара.

Зовнішньоторговельне сальдо США,
\$ млрд., товари та послуги



Як не дивно, **коронавірусна криза**, яка сама по собі проявляла характер посилення обмежень, **розширила торговельний дефіцит США**. Насамперед, внаслідок того, що знизився глобальний попит на американські товари, що помітно зменшило надходження від їх експорту. А також значно скоротились надходжень США від експорту послуг, насамперед, юридичних, фінансових, інформаційних, де зберігається домінування США, однак актуальність яких для поточного виживання для багатьох країн послабла. Значні ж державні виплати-допомоги посилили купівельну спроможність американців, що призвело до збільшення імпорту, у т.ч. автомобілів, товарів довгострокового користування, будівельних техніки і матеріалів (як раніше вказувалось, відбулося зростання попиту на купівлю будинків).

Тобто **кризові обмеження значно слабше торкнулися імпорту** товарів США. Так само, і відновлення експорту відбувалось значно повільніше, порівняно з імпортом, який вже у червні (через два місяці після шоку) майже повернувся на докризовий рівень (діаграма «Обсяги експорту/імпорту товарів»).



Звернемось ще раз до проблематики зовнішньоторговельного балансу США, оскільки саме через нього можуть проявлятися тенденції посткризового відновлення світової економіки загалом. Як вказувалося, останніми десятиріччями значні проблеми американської економіки пов'язувалися з високим зовнішньоторговельним дефіцитом. Хоча під час кризи спостерігалось суттєве покращання торговельного сальдо, проте **поступове економічне відновлення** посилює тенденції до **нарощування зовнішньоторговельного дефіциту** (як результат прискореного поглинання імпорту, споживчого та інвестиційного).

Зазначимо також, що традиційно покращення зовнішньоторговельного сальдо, поєднане із зростанням рівня заощаджень, цілком узгоджується з високим рівнем безробіття. Водночас, це вказує, що **за підвищення зайнятості можна очікувати як поглиблення торговельного дефіциту**, так і зниження рівня заощаджень, наслідком чого, своєю чергою, може стати посилення ризиків надмірного споживання⁶⁵, характерних для США

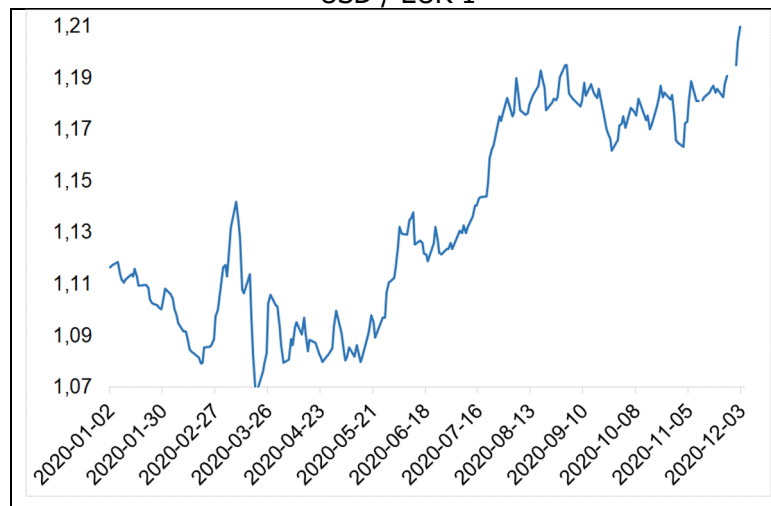
⁶⁵ Підвищення споживання та розширення імпорту можуть також зумовлюватися зміцненням долара на міжнародних ринках.

в докризові періоди (і яке було серед чинників і складових глобальної фінансової кризи).

Валютні коливання. Жодне питання, пов'язане із світовим розвитком, не може бути відірване від світової валютної системи, а також ролі і місця головної резервної валюти – американського долара. Попередні 2,5 роки демонстрували високу схильність економічних агентів до утримання долара, що й мінімізувало курсові коливання для основних світових валют. І упродовж березня-травня 2020р. (розгортання і «пік» коронавірусного шоку) долар суттєво зміцнився, що співвідноситься з традиційною «тихою гаванню» (діаграма «Курс долара до євро у 2020р.»)

«Обґрунтованим» також є послаблення долара влітку 2020р., коли коронавірусні ризики дещо знизили свою економічну актуальність і з'явилися підстави очікувати прискореного відновлення європейських економік. Це спровокувало чергову хвилю дискусій про національні валюти та їх взаємозв'язки і спонукало до можливого перегляду пріоритетів у валютній політиці висхідних країн.

Курс долара до євро у 2020р.,
USD / EUR 1



Традиційно вважається, що послаблення національної грошової одиниці може призвести до посилення експортної (і послаблення схильності до імпорту) спроможності країни (чия валюта девальвує) і покращення рахунку поточних операцій платіжного балансу. Також вважається, що посилення долара, як головної резервної валюти, може знизити ціни на міжнародні нафтові (а з тим і багато інших біржових товарів) ціни, що загалом покращить світову інфляційну динаміку, зробить імпортні (для багатьох країн) товари дешевшими, що виявить стимулюючий чинник для прискорення економічного зростання. Тому зміцнення долара у першій половині 2020р. (період розгортання коронавірусної кризи, а з тим і утікання фінансових ресурсів багатьох висхідних країн до «тихої доларової гавані») посилює сподівання і очікування нарощування експорту слабших країн, що розглядалося ледь не вирішальним для таких країн чинником прискорення (в умовах втрати попиту на внутрішніх ринках). Однак, це далеко не так у період світової кризи, коли глобальний попит падає (докладніше далі).

Звичайно, для країн, чия валюта водночас виконує роль резервної, ситуація різниться і значною мірою залежить не стільки від товарних потоків, скільки від потоків капіталів, які є чутливими для коливань курсів головних світових

валют. Особливо, якщо такі коливання відбуваються у контексті розгортання кризових процесів або невизначеностей на товарних і фінансових ринках.

Вказане ж послаблення долара влітку 2020р. надало підстави експертам МВФ стверджувати, що домінування долара як глобальної світової валюти може негативно впливати на глобальне економічне відновлення у посткоронавірусний період⁶⁶. Це зумовлено тим, що **котування на світових товарних ринках, як правило, відбувається саме у доларах**, що не має безпосереднього відношення до девальвації слабких валют, а тому й не зможе призвести до помітного збільшення експорту країн, чиї валюти є лідерами девальвації (однак, може призвести до збільшення імпортних цін в таких країнах, що здорожчить критичний імпорт). Водночас, це означає, що і імпорт для США не стане дешевшим, щоб через такий імпорт простимулювати слабкі (залежні від попиту у розвинутих країнах) економіки. Тобто сподівання, що послаблення долара влітку 2020р. як один з інструментів підтримки зовнішньої торгівлі також виявляються марними, і ледь не єдине, чого може вдасться «досягти», це послаблення привабливості долара як «тихої гавані» (що, своєю чергою, посилює невизначеності на світових фінансових ринках)⁶⁷.

Короткостроковий прогноз. Як вказувалось, серед головних чинників кризових втрат буде саме тривалість коронавірусного обвалу. Оцінки тривалості і глибини кризових процесів помітно різнилися як безпосередньо у США, так і у світі загалом на початку кризового шоку. Так, вже у квітні 2020р., за оцінками аналітиків *J.P.Morgan*, **рецесійні процеси**, спровоковані коронавірусом, виявляться, *з одного боку, надзвичайно глибокими, з іншого, – достатньо короткостроковими*⁶⁸, що, хоча й обмежуватиме «краховість», проте змушуватиме владу до готовності впровадження швидких нових заходів (і від такої готовності і спроможності значною мірою залежатиме і результативність)⁶⁹.

Зокрема, світова економіка оціночно мала впасти на 11% у I півріччі 2020р., а потім – у II п/р – зрости на 13%. Хоча з часом оцінки змінювались, проте переважно розглядались т.зв. V-сценарії розгортання і виходу з кризи. Для США практичні сценарії були подібними – припинення шокового погіршення відбулося вже влітку 2020р., а надалі найбільш ймовірним розглядався сценарій, за яким упродовж 2-3 кварталів відбувалось послідовне повернення до рівня 2019р.⁷⁰ Як продемонстровано вище, загальні тенденції фактичної динаміки багатьох значимих економічних індикаторів США (ділової активності, очікувань бізнесу і домогосподарств, стану системних для економіки ринків) дійсно співвідносились із вказаними прогнозними оцінками.

Слід визнати, що **друга хвилі коронавірусу**, яка також охопила країну восени 2020р., може внести суттєві коригування у започатковані процеси, однак, вочевидь, економічні втрати будуть значно меншими, порівняно з весняними. Так, обмеження на економічну діяльність будуть запроваджуватись, хоча вони переважно стосуватимуться сфери послуг, а

⁶⁶ Adler G., et al. Dominant Currencies and External Adjustment. – <https://www.imf.org/en/Publications/Staff-Discussion-Notes/Issues/2020/07/16/>.

⁶⁷ El-Erian M. What the weakening dollar means for the global economy. – <https://www.theguardian.com/business/2020/aug/12/>.

⁶⁸ Хоча наприкінці 2020р. (коли завершувалась підготовка цієї публікації) криза ще була далекою до завершення і навіть ризики розгортання другої хвилі посилювалися, ми все ж виходимо з припущення, що у I кв. 2021р. поширення пандемії вдасться суттєво локалізувати, у т.ч. завдяки винайденню і застосуванню антивірусних ліків.

⁶⁹ Recap and Podcast Replay. – J.P.Morgan Global Research, 6 April 2020.

⁷⁰ Credit Suisse: US Economics, 21 May 2020.

закриття виробничих фірм і компаній (подібно весняним) навряд чи відбуватиметься.

Окремим є питання впливу і **відновлення довгострокових ресурсів та інвестиційних витрат**⁷¹. Так, *з одного боку*, (великі) компанії можуть очікувати доступ до дешевих кредитних ресурсів. Поряд з цим, очікувана вакцинація може покращити ділові настрої, а з тим і планувати довгострокову активність (для якої і потрібні довгострокові ресурси). *З іншого* – оскільки далеко не всі фірми (у посткоронавірусний період) зможуть успішно відновити власну діяльність, то неминучою стане хвиля з погіршення балансів, а то й банкрутств. Тому й банки не будуть поспішати розширювати кредитування, особливо у «традиційний» малий і середній бізнес.

У цьому контексті «критеріальною» для успіху стабілізаційних процесів стане процентна політика. Як і у посткризовий період фінансової кризи (2010-2011рр.), коли ФЕД (у якості стимулюючого інструменту) утримував майже нульову ставку (0,25%), найвірогідніше, і у 2021р., поки утримуватиметься високе безробіття, ставка не зможе бути суттєво підвищена. Проте, якщо дійсно проявляться тенденції до стійкого зменшення безробіття у США, **процентна ставка може бути підвищена, що стане додатковим чинником сприяння припливу капіталів** (втім, не раніше, ніж у II половині 2021р.). І таким чином (як і вказувалось раніше), набуте прискорене відновлення економіки США стане реальним стимулятором глобального зростання і розвитку.

Ще одним «міцним» фактором прискореного відновлення американської економіки виступатиме **міграційна політика**, яка, вірогідно, дедалі більше переорієнтовуватиметься на нове залучення висококваліфікованих фахівців, які працюють у найбільш перспективних сферах. Так, у жовтні 2020р. США вирішили видавати довгострокові візи H-1B (за якими до цього мігрували програмісти і спеціалісти високотехнологічних галузей) виключно тим, хто потенційно зможе легко працевлаштуватись у країні, створюватиме власний успішний бізнес, претендуватиме на високий дохід⁷².

Однак, **якщо з якихось причин економічне відновлення США затягуватиметься, то це помітно може негативно відбитися, насамперед, на інших країнах, як розвинутих, так і висхідних**, оскільки поки не видно, хто найближчими десятиліттями може зайняти нішу економічного лідера, динаміка якого (насамперед, у частині попиту) визначатиме економічні стимули й для інших країн.

Не викликає сумніву, що з вибором нового Президента і формуванням нової владної команди (яка повністю буде сформована після інаугурації 20 січня 2021р.) відбуватимуться і значимі зміни в економічній політиці країни. А ділові процеси можуть набути міцності.

Американський бізнес хоча й зреагував на «другу хвилю» коронавірусу на початку жовтня, проте не припустився нового шоку (подібного весняному), і вже на початку листопада промисловий індекс Доу-Джонса (біржовий індекс цінних паперів, який є узагальненим індикатором стану економіки США) вийшов на найвищий у році показник (діаграма «Індекс Доу-Джонса»). А

⁷¹ Credit Suisse Global Cycle Notes: Hope spring eternal. November, 2020.

⁷² Кухалейшвили Г. Будущий Президент США: 10 ожиданий. – <https://112.ua/statji/budushhiy-prezident-ssha-10-ozhidaniy-dlya-ukrainy-i-mira-556246.html>.

результати виборів нового Президента країни практично не відбилися на індикаторах ділової активності країни.



Останніми роками значна критика стосувалась посилення протекціоністських напрямів у США. Країна, яка була завжди ініціатором лібералізації міжнародних економічних відносин упродовж 2018-2019рр. вийшла з низки глобальних договорів і переговорних процесів, головною метою яких було розширення глобальної економічної відкритості. Насамперед, йдеться про такі міжнародні угоди як Транстихоокеанське партнерство (*Trans Pacific Partnership*)⁷³ і Трансатлантичне торговельне та інвестиційне партнерство (*Transatlantic Trade and Investment Partnership*)⁷⁴. Такими діями США (у минулі роки) фактично згодні на послаблення своєї лідерської ролі у світових економічних та інвестиційних процесах.

Тому новій владній команді необхідно буде відновити роль консолідатора Західного світу. Однак, слід зазначити, що спадковість залишається важливою рисою американської політики. Тому навряд чи слід очікувати швидкого відновлення переговорних процесів за участі США⁷⁵. Значною мірою це зумовлено тим, що коронавірусна криза і захисні заходи сприяли формуванню нових ланцюгів доданої вартості із зорієнтованістю на внутрішні чи регіональні джерела (навіть для такої країни як США), що означало створення нових робочих місць у самій країні). І для нової Адміністрації буде згубним з перших кроків запроваджувати заходи, які привнесуть ризики зменшення зайнятості.

3. Особливості протидії коронавірусній кризі в окремих країнах ЄС

Протидія коронавірусній атаці проводилась у країнах Європи різними шляхами і з різним рівнем результативності, про що вже оприлюднено численні

⁷³ США вийшли з вказаної Угоди у січні 2017р. – What Is the Trans-Pacific Partnership (TPP)?, <https://www.cfr.org/background/what-trans-pacific-partnership-tpp>.

⁷⁴ Переговори між ЄС і США, започатковані у 2013р. завершилися у 2016р. без укладання Угоди. У квітні 2019р. були завершені і наміри відновлення. – The Transatlantic Trade and Investment Partnership (TTIP), <https://ec.europa.eu/trade/policy/in-focus/ttip/>.

⁷⁵ Tocci N. Europe and Biden's America: Making European Autonomy and a Revamped Transatlantic Bond Two Sides of the Same Coin. – <https://www.iai.it/en/pubblicazioni/europe-and-bidens-america>.

публікації⁷⁶. Окремим програмам та інструментам протидії розгортанню коронавірусної кризи в Україні вже також приділялась належна увага⁷⁷.

Серед найвагоміших чинників (які посилили або послабили вплив коронавірусу на економічну динаміку країни) визнаються: **жорсткість заборонних і обмежуючих заходів, структура національної економіки та якість системи державного управління**⁷⁸. Звичайно, коло чинників значно ширше – вагому роль відіграють монетарна і фінансова спроможність урядів підтримати національних економічних агентів, а також боргове навантаження. Однак, вплив останніх виявляє все ж менший тиск, ніж вказані три головні, і суттєво різняться між країнами ЄС. І саме у динаміці макро- і мікроекономічних показників відбивається результативність антикризових заходів для загальноєвропейського і національного соціально-економічного середовища.

3.1. Окремі узагальнені результати країн ЄС

Насамперед, підкреслимо, що увага країн ЄС до вдосконалення системи державного управління упродовж останніх десятиріч, посилення довіри громадян до власних урядів та впроваджуваних ними соціально-економічних політик відіграла одну з вирішальних ролей і у протидії коронавірусній загрозі. Так, стабілізаційні і відновлювальні процеси у європейських розвинутих країнах влітку і восени 2020р. були значно результативніші у країнах «північної» Європи – Скандинавських країнах, Німеччині, Данії, ніж у країнах «південної» – Іспанії, Італії. Що повністю узгоджується з позиціями країн у Рейтингу Світового банку ефективності урядів (*Government Effectiveness*)⁷⁹. Так, індексна оцінка Данії у вказаному рейтингу 99,04, Швеції – 97,12, Німеччини – 93,27. Натомість Іспанії – 79,8, Італії – 69,23.

Така висока відмінність в урядових оцінках певним чином пояснює і внутрішні суперечності між країнами ЄС, які акцентувались у період поширення коронавірусу і намірах спільної протидії. Для запровадження безпосередніх заходів протидії коронавірусній кризі ЄС створив спеціальний інструментарій **Відновлення і Зміцнення** (*Recovery and Resilience Facility (RRF)*⁸⁰), кошти якого мали спрямовуватись на посилення економічного потенціалу, створення робочих місць, економічної і соціальної підтримки і розподілялись між країнами залежно від ступеня ураженості пандемією. Однак, саме останнє далеко не завжди сприймалось зі згодою учасниками, оскільки справедливо зауважувалось, що **саме упущення і недоліки у системі державного управління** (характерні для країн Півдня Європи) і неадекватність дій відповідних урядів **спричиняли значні втрати**, яких іншим країнам ЄС (в яких уряди діяли більш рішуче і послідовніше) вдавалося уникнути. Тобто успішні країни, яким вдалося обмежити негативний соціально-економічний

⁷⁶ Див., зокрема: Hsiang S. The effect of large-scale anti-contagion policies on the COVID-19 pandemic. – <https://www.nature.com/articles/s41586-020-2404-8>; Policy Responses to COVID-19. – <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19>; Sapir A. Why has COVID-19 hit different European Union economies so differently? – <https://www.bruegel.org/2020/09/>, де можна знайти багато посилань і на інші публікації.

⁷⁷ Серед українських публікацій див., зокрема: Україна після коронакризи – шлях одужання. / Жаліло Я. та ін. К: НІСД, 2020. Див. також: Амелін А. Велика допомога. Як Німеччина, США і Велика Британія рятують економіку. – <https://nv.ua/ukr/opinion/>.

⁷⁸ Sapir A. Why has COVID-19 hit different European Union economies so differently? – <https://www.bruegel.org/2020/09/>.

⁷⁹ Worldwide Governance indicators. – <https://info.worldbank.org/governance/wgi/>.

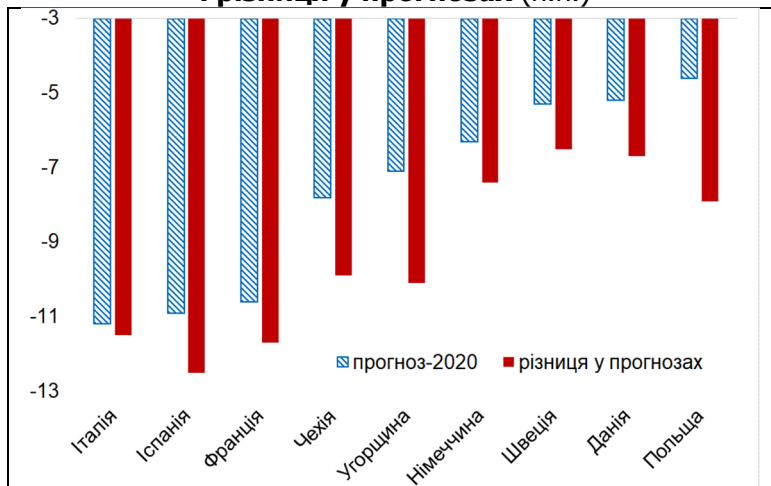
⁸⁰ Обсяг ресурсів RRF складає €672,5 млрд., а всього ЄС у липні 2020р. ухвалив рішення про виділення на різні інструменти допомоги €750 млрд.

вплив завдяки раціональній і виваженій політиці (Скандинавські країни, Німеччина), змушені були фінансувати безуспішні чи недостатньо виважені дії «слабких» урядів (Іспанія, Італія, Греція).

Звичайно, важливим було і є те, яким чином можна оцінити вплив коронавірусної кризи на економічний потенціал (економічний шок) окремих країн ЄС. Один із раціональних методів ґрунтується не лише на безпосередньому скороченні ВВП країни, але й урахуванні потенційних характеристик економічної динаміки, яка базувалась на попередніх докризових прогнозах на базі збалансованого зростання окремих країн. Оскільки всі прогнози для економічної динаміки, розраховані на початку 2020р. (ще до розгортання кризи – базовий прогноз), вказували на зростання більшості країн ЄС⁸¹, то й величина економічного шоку (різниця між прогнозом початку року і прогнозом влітку 2020р., коли перші результати активної фази розгортання вже стали зрозумілі) може слугувати оцінкою коронавірусного впливу.

Певним чином парадоксальним є те, що країни, які останніми роками зростали вищими, ніж середні по ЄС, темпами, зазнали відносно більших втрат. Так, розвинуті країни ЄС, прогнозувалось, зростуть на 1,5-2%, а висхідні країни (Центральної та Східної Європи – ЦСЕ) – на 3-4%. Тому і відносні втрати (різниця у прогнозних показниках базових і переглянутих влітку 2020р.) успішних розвинутих країн (Данія, Швеція) і динамічних висхідних (Чехія, Угорщина, Польща) можуть виглядати значно більшими (у процентних пунктах – п.п.), ніж країни, базові прогнозні оцінки яких були низькими (діаграма «Прогноз падіння ВВП і різниця у прогнозах»⁸²)

**Прогноз падіння ВВП-2020 (% до попереднього року)
і різниця у прогнозах (п.п.)**



Прогноз-2020 виконаний Єврокомісією у липні 2020р. Різниця визначається відмінністю прогнозних значень вказаного прогнозу і прогнозу виконаного на початку 2020р. (докоронавірусний період).

Як вказувалось, для точнішого аналізу особливостей протидії і розвитку країн у 2020р. (протидії коронавірусній загрозі) виокремлюється кілька країн, які,

⁸¹ Звичайно, неточність прогнозних показників може збільшити похибку. Крім того, зазвичай, розвинуті країни ЄС мають значно нижчі прогнозні показники зростання, ніж країни ЦСЕ, що також впливає на оцінку економічного шоку.

⁸² Why has COVID-19 hit different European Union economies so differently? – <https://www.bruegel.org/2020/09/>.

на наш погляд, продемонстрували певні позитивні характеристики, що може слугувати орієнтиром для оцінки процесів відновлення загалом. І хоча **у жовтні-листопаді 2020р.** кількість захворювань у країнах Європи загалом і країнах ЄС зокрема стрімко зросла, однак саме досвід весняно-літньої протидії коронавірусу спонукав до запровадження **значно «м'якших» обмежувальних заходів**⁸³ (втім, в окремих країнах і в окремі періоди «жорсткі» заходи (*lockdowns*) застосовувались).

Якщо для глобальної економіки, на наше переконання, визначальною є стан і динаміка найбільшої світової економіки – США, то відновлення європейської економіки значною мірою залежить від провідних країн ЄС, насамперед Німеччини. Водночас, підкреслимо, специфічні особливості антикризових заходів і процесів відновлення в окремих країнах Європи, насамперед партнерських для України, мають вагомий інтерес для визначення потенційних напрямів і перспектив «активного» покращення соціально-економічної динаміки посткоронавірусного періоду в Україні.

До таких країн, в рамках нашого дослідження, належать Німеччина, Швеція і Польща – країни ЄС, які традиційно мають вагомий вплив на соціально-економічну політику України, є важливими політичними і економічними партнерами, і самі демонструють непересічні соціально-економічні результати посткризового відновлення. Зокрема:

- Німеччина – провідна країна Європи, яка значною мірою визначає політичний та економічний розвиток ЄС. Причому, оскільки країна є як провідним виробником товарів і послуг, їх експортером та імпортером, а також провідним інвестором, то ділова активність у країні через позитивні зворотні зв'язки генерує значну частку сукупного попиту і пропозиції у практично всіх країнах ЄС;
- Швеція – одна з небагатьох країн світу (і єдина у ЄС), яка не запроваджувала строгих обмежувальних заходів (спрямованих на запобігання контактному розповсюдження хвороби), з метою недопущення руйнівного впливу обмежень на економічну активність і соціалізацію населення, і якій вдалося зберегти позитивну на соціально-економічну динаміку загалом;
- Польща – найближчий сусід і один з найвагоміших політичних і економічних партнерів України. Міцні і сталі зв'язки з яким для України зумовлені не лише виробничими відносинами, експортом-імпортом товарів і послуг, але й тим, що значна частина українських «заробітчан» живе і працює безпосередньо у Польщі. І від діяльності яких залежить добробут їх родин в Україні. Тому успіх чи ускладнення у соціально-економічному розвитку Польщі безпосередньо впливають і на процеси в Україні.

Вказані країни упродовж пандемії COVID-19 довели раціональність, результативність та ефективність власної політики протидії коронавірусній кризі. Так, спільні риси антикоронавірусної політики трьох країн простежуються на рівні запроваджених заходів протидії. Практично в усіх європейських (як і багатьох інших) країнах урядові заходи мали характер як прямої підтримки бізнесів і домогосподарств, так і опосередкованої (що одразу відбивалося на дефіциті бюджету і державних боргах) через⁸⁴:

⁸³ Обмеження переважно стосувались сфери обслуговування, а виробничі підприємства, транспорт, будівництво продовжували майже «нормальну» діяльність.

⁸⁴ Central and Eastern Europe's fiscal and monetary response to Covid-19. – <https://think.ing.com/articles/>.

- розширення видатків (на поточні і середньострокові потреби), скорочення податків чи рівня оподаткування, а також відрахувань до соціальних фондів та ін.;
- запровадження субсидій на збереження заробітних плат, а також грошової підтримки мало- і самозабезпечуваних працівників і пенсіонерів;
- збільшення державного кредитування (з нульовими або близькими до цього ставками) і державних гарантій, а також «вливання» капіталу компаніям, які потрапили у складну фінансову ситуацію у зв'язку з кризою.

Тому європейський досвід послідовного відновлення після коронавірусного шоку навесні 2020р. зможе стати міцною основою антикризових заходів у випадку розгортання нових кризових хвиль, у т.ч. для випадку України. Німеччина, Швеція і Польща – різні країни, різного соціально-економічного і суспільно-політичного розвитку⁸⁵. Проте існує і низка спільних рис у їхньому економічному розвитку 2020р., які, певним чином, виокремлюють дієві підходи до антикризової політики:

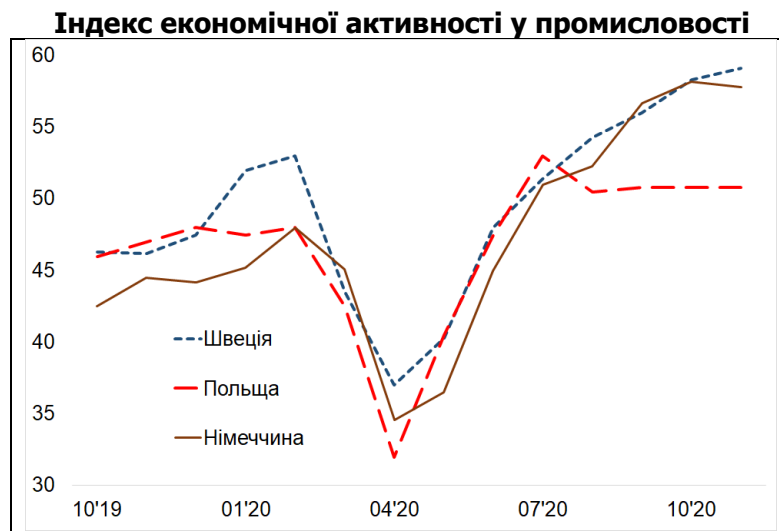
- вказана трійка країн упродовж коронавірусного кризового року загалом **зберегли сприятливу економічну динаміку**, продемонстрували нижчі втрати (в економіці і зайнятості), порівняно з більшістю країн ЄС, у т.ч. у виробленні ВВП і продуктивності.
При цьому, шведська влада обрала політику збереження відкритості країни, що початково викликало критику міжнародних інститутів, однак дозволило зменшити втрату доходів, що стало вагомим чинником підтримки економіки.
Польща початково запровадила жорсткі обмеження на пересування людей, однак порівняно швидко запровадила політику суттєвого пом'якшення обмежень, зосередившись на забезпеченні зайнятості;
- економічне послаблення у всіх країнах мало **прояв через короткострокові і довгострокові складові**. Короткострокові були зумовлені скороченням споживання (особливо у початкові місяці розгортання кризи внаслідок невпевненості у подальшій соціально-економічній динаміці). Довгострокові – через зменшення експорту, як наслідок більш значного кризового економічного падіння і зменшення споживання у партнерських країнах. Зменшення ж імпорту мало як коротко-, так і довгостроковий вплив і проявилось як в обсягах (скорочення попиту і пропозиції), так і у вартостях (обвали енергетичних і сировинних сфер на світових ринках). Збереження ж високої конкурентоспроможності означало і відновлення експорту, важливого зміцнюючого чинника з самого початку відновлення;
- значну роль для економічного середовища відігравали **міграційні потоки**. Німеччина проводить політику мігрантської відкритості, і завдяки значному ринку робочої сили залишається привабливою для притоку робочої сили різних рівнів кваліфікації і спеціалізації. Швеція була і є привабливою для широкої імміграції як з країн колишнього СРСР, так і країн Середньої Азії та Північної Африки. На структуру робочої сили Польщі вагомий вплив мали «заробітчани» (переважно з України), а також перетікання до швидко зростаючих міст значних прошарків сільського населення (чисельність якого у

⁸⁵ Швеція (ВВП на душу населення за результатами 2019р. – \$51,6 тис.) належить до найбільш розвинутих країн Європи і світу. Польща (ВВП на душу населення – \$15,6 тис.), колишня соціалістична країна, поки залишається висхідною, але швидко долає економічне відставання від провідних країн ЄС.

Польщі ще є значною як для європейської промислової країни). В обох випадках мобільність всередині країни залишалась високою (навіть в умовах запроваджених обмежень), сприяла прискоренню «соціальних ліфтів», приваблювала місцеве населення до засвоєння вищих кваліфікацій (звільняючи робочі місця для іммігрантів, які були згодні підтримати таку структуру зайнятості).

Економічна активність. Коронавірусна криза, звичайно, спричинила значні економічні втрати. Оскільки Німеччина, Швеція і Польща є членами ЄС і включені у європейські економічні зв'язки і мережі, то й падіння в обох країнах відбувалось «синхронізовано» з більшістю інших європейських країн, насамперед у промислових галузях.

Так, динаміка індексу економічної активності у переробних галузях промисловості (*Manufacturing PMI*)⁸⁶ загалом була близькою до показників євро-зони, хоча обвальні кризові значення індексу Швеції були помітно меншими, ніж у більшості інших країн. Тобто Індекс ділової активності вказує на те, що бізнес у Швеції (яка не впроваджувала жорстких обмежень), хоча загалом наслідував загальноєвропейську динаміку, менше постраждав, ніж інші країни Європи (діаграма «Індекс економічної активності у промисловості»). Причому таке співвідношення (в економічній активності країн) спостерігалось як у виробничих сферах, так і сферах послуг (сервісі), хоча скорочення створення доданої вартості у сфері послуг було вище, ніж у виробничих сферах (докладніше далі).



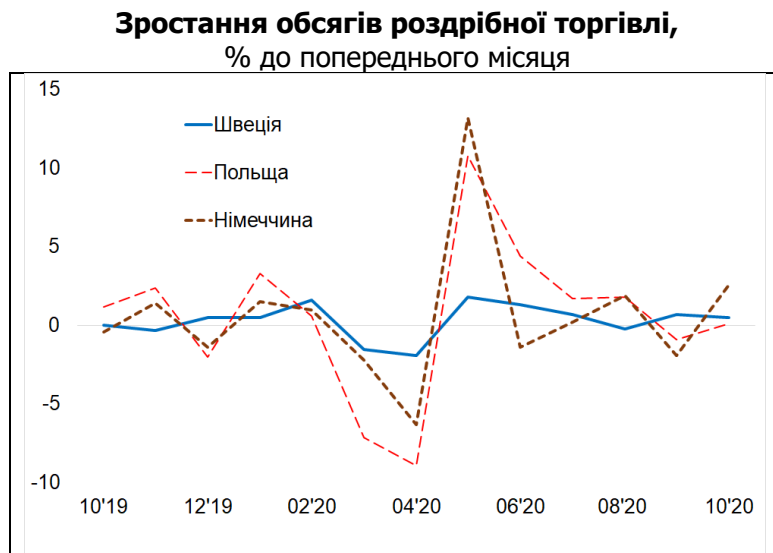
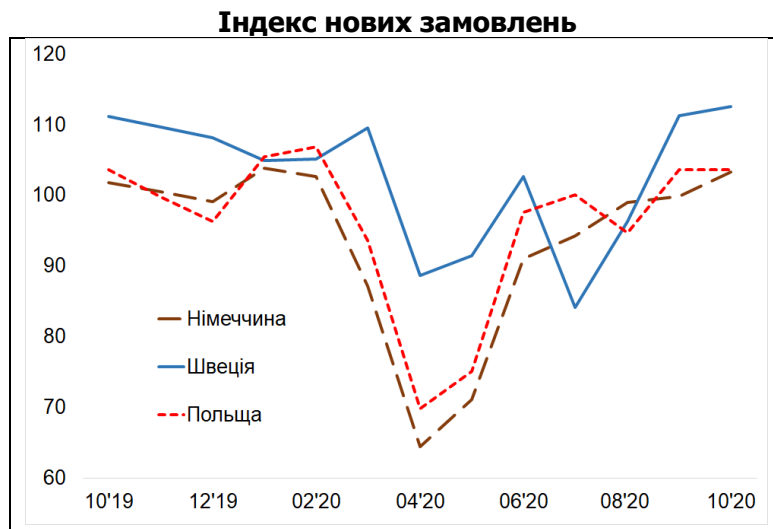
Стосовно ж Польщі, то її ділова активність у період розгортання кризи практично наслідувала німецьку (і середньоєвропейську), що значною мірою зумовлено тим, що її головними економічними, торговельними та інвестиційними партнерами є розвинуті країни-«старі» члени ЄС (насамперед, Німеччина), а також країни-члени Вишеградської групи. І хоча темпи відновлення дещо пригальмувались в осінні місяці, все ж рівень ділової активності перевищив докризовий рівень, що й засвідчують відповідні індекси.

⁸⁶ Йдеться про Індекс Національної асоціації менеджерів із закупівель (*Purchasing Managers Index*) – заснований на дослідженні діяльності менеджерів найкрупніших компаній і характеризує стан ділового клімату. Показник, що перевищує 50, свідчить про пожвавлення економічної активності. – Purchasing Managers Index (PMI) in developed and emerging countries 2019-2020, <https://www.statista.com/statistics/>.

Тут і далі у цьому розділі, якщо не вказано інше, використані дані, наведені у *Trading Economics* – <https://tradingeconomics.com>.

Тобто відмова від жорстких обмежень Швеції, а також запровадження досить суттєвих економічних і гуманітарних обмежень у Німеччині і Польщі не продемонстрували суттєвих (принципових) відмінностей на ділову активність у промисловості.

Поряд з цим, слід визнати, що відновлювальні процеси у країнах ЄС були обережнішими порівняно, для прикладу, із США. Так, наприкінці літа індекс нових замовлень (який, як вказувалось, є одним з важливих критеріїв перспектив економічного зростання) все ще помітно поступався докризовому рівню і лише у вересні майже досяг показників початку року (діаграма «Індекс нових замовлень»). Тобто у той період у країнах ЄС коронавірусні ризики розглядались як все ще значні, хоча поточна економічна активність (як вказано вище) вже мала позитивну спрямованість.



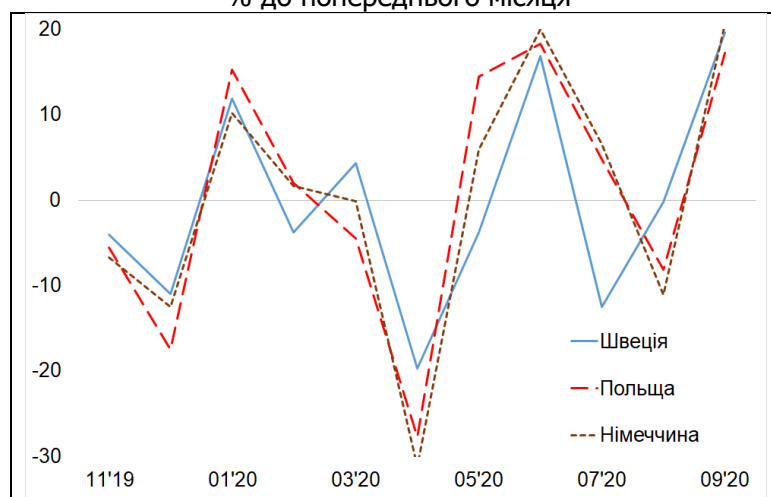
Ще красномовнішою демонстрацією мінімізації економічних впливів від запроваджених обмежень на економічну діяльність (а з тим і купівельну спроможність населення) є динаміка роздрібних продажів. У Швеції розгортання кризи (так само і вихід з неї) залишилось практично непомітним для «стороннього спостерігача» – щомісячне коливання обсягів практично не виходило за традиційно встановлені межі. Коливання ж у Німеччині і Польщі, хоча й були дещо вищими, однак і відновлення продажів у перший же місяць «приспосовування» (травень 2020р.) було стрімкішим, що зумовлено меншими

панічними настроями (у т.ч. завдяки послідовній урядовій політиці і належній комунікації влади з суспільством) і збереженням стійкості споживчих настроїв населення, і надалі також вийшло на «нормальний» рівень коливань (докладніше далі) (діаграма «Зростання обсягів роздрібної торгівлі»).

Особливості експорту. На економічну активність загалом і особливо її експортну складову мали вплив не лише національні ринки у «своїх» країнах, але й процеси на глобальних ринках чи ринках партнерських країн, насамперед, звичайно, європейських.

Коронавірусний шок призвів до суттєвого зниження попиту у всіх сегментах зовнішніх ринків, а з тим – відбулося помітне скорочення обсягів торгівлі загалом і товарного експорту зокрема. Так, якщо упродовж останнього півроку до кризи щомісячний обсяг експорту товарів Швеції складав (з незначними коливаннями) \$13-14 млрд., Польщі – \$22-24 млрд., то у квітні 2020р. (пікове) падіння обсягів експорту Швеції склало 20%⁸⁷, Польщі – 28% (що, знову ж таки менше, ніж загалом у ЄС-27 – 31%) (діаграма «Зростання обсягів експорту товарів»⁸⁸). Значною мірою експортні обсяги вдалося відновити у травні-червні, однак, хоча темпи зростання були значними, наступні місяці виявилися менш сприятливими, щоб повернутись на дошокровий стійкий рівень обсягів експорту.

**Зростання обсягів експорту товарів,
% до попереднього місяця**



Слід також звернути увагу на певну парадоксальність експортної динаміки розглядуваних країн. У структурі експорту товари переробних галузей і технологічні товари (товари з високою часткою доданої вартості) відіграють досить значиму роль⁸⁹. Традиційно вважається, що попит, а з тим і експорт, на промислові і технологічні товари є більш стійким, порівняно з експортом сировинних і низькотехнологічних товарів. Однак, коронавірусна криза помітно змінила таку ситуацію. У багатьох випадках більш експортно стійкими виявились аграрні і харчові товари, а від технологічних та інвестиційних

⁸⁷ ...одне з найменших падінь, що, втім, співвідноситься з вказаною вище динамікою економічної активності чи роздрібної торгівлі і віддзеркалює особливість шведської антикоронавірусної моделі.

⁸⁸ Trade Map. – <https://www.trademap.org/tradestat/>.

⁸⁹ Так, у структурі товарного експорту як Швеції, так і Польщі механізми, реактори і устаткування, електричні машини та обладнання, транспортні механізми та ін. (товарні групи 84, 85, 87) займають близько 25-30% загального експорту, а у Німеччині на ті ж групи припадає понад 40% загального експорту товарів.

виявилось легше відмовитись. Тому й **економічні втрати** розвинутих країн **від скорочення зовнішнього попиту виявилися значнішими**, ніж втрати багатьох інших країн з менш промислово визначеною структурою експорту.

3.2. Збереження лідерства Німеччини

Показники розвитку економіки Німеччини, як і у переважній більшості країн, суттєво погіршилися з початком поширення коронавірусу. Однак, за результатами I півріччя 2020р. статистичні дані Німеччини засвідчили значно кращу динаміку, ніж очікувалось експертами⁹⁰. І, як вказувалось, вже у липні індекс економічної активності перевищив докризовий рівень і надалі продовжував утримуватись на позитивному рівні.

Підтримка бізнесу і домогосподарств. Вагомим для порівняно успішної протидії коронавірусу у Німеччині стало запровадження спеціального (відповідно до загроз і ризиків) чітко визначеного соціально-економічного середовища, важливими складовими якого стала система тестування (встановлення захворювання), стратегічна програма піклування про людей старшого віку (що пояснює, чому у країні їх захворіло набагато менше, порівняно з сусідніми країнами), ефективне використання лікарняних і санітарних потужностей⁹¹.

Хоча економіка Німеччини, як і більшості інших європейських країн, зазнала нищівного коронавірусного шоку у березні-квітні 2020р., однак вже з травня (коли, крім стимулюючих фіскальних і монетарних заходів і фінансових програм підтримки, було запроваджено значне послаблення коронавірусних обмежень) почалося досить стійке економічне відновлення⁹². Вказане відновлення базувалось на розширенні субсидій і прямих виплат працівникам, значній державній підтримці великих корпорацій, низькій вартості кредитних ресурсів для приватних фірм і компаній, що у сукупності зберегло економіку країни від шокового негативного впливу коронавірусу⁹³.

Важливим антишоковим заходом економічної політики, що виокремлює Німеччину серед багатьох інших країн, стало запровадження тимчасового зменшення ставки ПДВ – на період з 1 липня до 31 грудня 2020р. стандартна ставка знижена з 19% до 16%, а пільгова – з 7% до 5%⁹⁴. Звичайно, це може дозволити собі лише та країна, яка впевнена у стійкості власних державних фінансів. Нагадаємо, як вказувалось раніше, Німеччина практикує збалансований (і навіть з незначним позитивним сальдо) бюджет, що дозволяє

⁹⁰ Nienaber M. Germany sees economy recovering faster than expected in 2020. – <https://www.reuters.com/article/us-health-coronavirus-germany-economy-idUSKBN25S4AY>.

⁹¹ Німеччина як четверта найбільша економіка світу витрачає на охорону здоров'я і медичні послуги близько 11% ВВП країни, або близько €5 тис. на особу у рік. – Wieler L., et al. Emerging COVID-19 success story: Germany's strong enabling environment. – <https://ourworldindata.org/covid-exemplar-germany>.

⁹² Певну позитивну роль для стабілізаційних процесів у Німеччині відіграло те, що зокрема сфера туризму у країні для економіки країни в цілому має суттєво менше значення, ніж для інших великих європейських країн (Франції, Італії, Іспанії), а тому й спрямованість антикоронавірусних заходів змогла бути «точнішою».

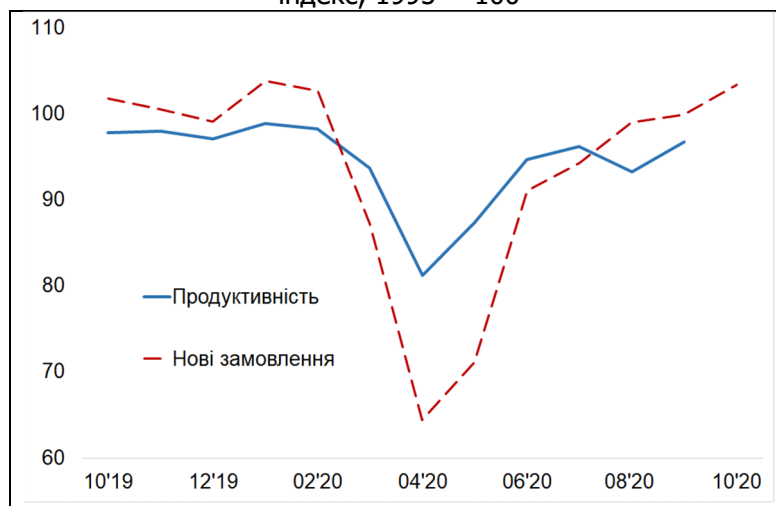
⁹³ Fillmann A. Reflections on COVID-19 – Views From Germany. – <https://www.natlawreview.com/article/reflections-covid-19-views-germany>.

⁹⁴ Надходження від ПДВ складають значну частину загальних фіскальних надходжень – зокрема, понад 18% у 2018р.

країні з найменшими втратами нарощувати видатки або знижувати фіскальне навантаження.

Це, водночас, сприяло позитивним очікуванням бізнесу, що, своєю чергою, підтримувало ділові настрої і готовність до відновлення – індекс нових замовлень, хоча не поспішав повертатись на докризовий рівень, проте вийшов на цілком прийнятні позиції, що, водночас, надає підстави для відповідного наслідування продуктивності (діаграма «Продуктивність і нові замовлення у Німеччині»)⁹⁵.

**Продуктивність і нові замовлення у Німеччині,
індекс, 1995 = 100**



Серед широких програм підтримки бізнесу і домогосподарств виокремлюється впроваджена у країні програма, в основі якої лежала модель компенсації втрат заробітків при переведенні працівників на неповний робочий день – *Kurzarbeit* – і яка виявилась результативною та ефективною, що навіть підтвердив МВФ⁹⁶. Вагомим є те, що, з одного боку, підприємства отримали можливість зберегти робочі місця і кваліфікований персонал (і уберегтися від закриття), з іншого – забезпечувався прийнятний рівень персональних доходів працівників, що ще й має психологічний ефект соціальної захищеності.

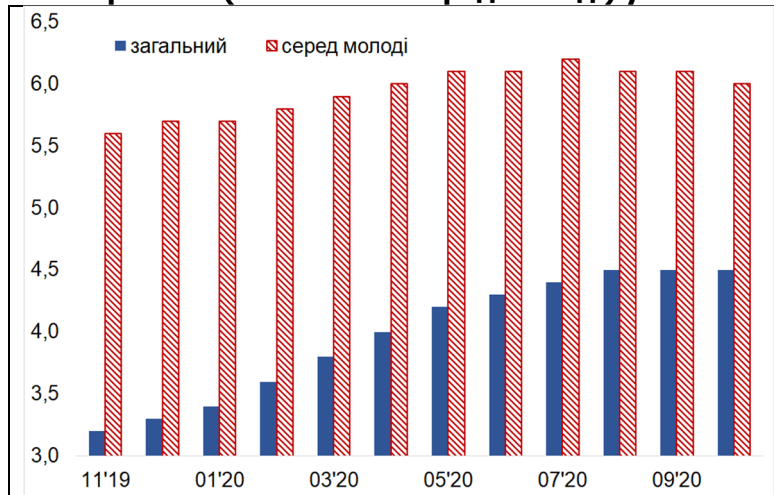
Вагомий вплив на стабілізаційне середовище, а також позитивне сприйняття антикризових заходів населенням мала загалом успішна політика, спрямована на збереження робочих місць, у т.ч. завдяки вказаній програмі *Kurzarbeit*. Виплати тим працівникам, які зазнали безпосередньо негативного впливу

⁹⁵ Між тим, звернемо увагу, що перспективи відновлення оцінювались по-різному у США і Німеччині. Так, нагадаємо, у США (після завершення коронавірусного шоку) вже влітку 2020р. індекс нових замовлень перевищив докризовий рівень. У Німеччині ж, хоча індекс нових замовлень також зріс, проте залишався помітно меншим, ніж на початку року.

⁹⁶ Особливістю програми є те, що держава забезпечує працівникові 60% (а за наявності дитини 67%) чистого заробітку докризового періоду підприємств, якщо внаслідок коронавірусного шоку вони тимчасово не можуть продовжувати діяльність. Більше того, з четвертого місяця вказана виплата зростає до 70% заробітку (77% для домогосподарств, де є хоча б одна дитина), а з сьомого – до 80% (87%). У вересні 2020р., оцінивши динаміку поширення і протидії коронавірусу, Уряд Німеччини прийняв рішення про продовження вказаної програми до кінця 2021р. – *Kurzarbeit: Germany's Short-Time Work Benefit*, https://www.imf.org/en/News/Articles/2020/06/11/Fillmann_A_Reflections_on_COVID-19_-_Views_From_Germany. – <https://www.natlawreview.com/article/reflections-covid-19-views-germany>.

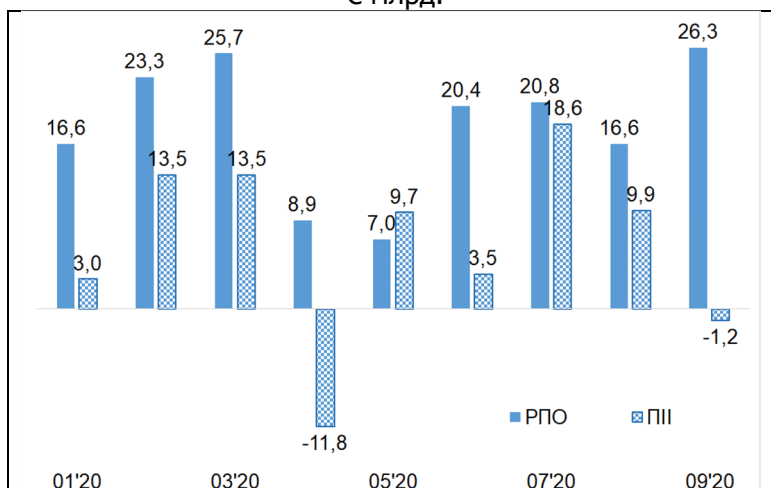
коронавірусного шоку, підтримували стабілізаційне середовище і впевненість у спроможності влади нейтралізувати втрати у доходах. Більше того, така спрямованість політики дозволила не допустити зростання безробіття серед молоді. Так, загальне безробіття зростало незначними темпами, а безробіття серед молоді вже у квітні-вересні 2020р. стабілізувалось на рівні 5,9-6,1% (діаграма «Рівень безробіття...у Німеччині»).

Рівень безробіття (загальний і серед молоді) у Німеччині, %



Зовнішній сектор. Висока конкурентоспроможність німецької економіки означає і стійкий значний попит на німецькі вироби в інших країнах. Тому вже перші ознаки послаблення коронавірусного шоку сприяли відновленню експортних поставок і, водночас, поверненню до «нормального» рівня рахунку поточних операцій платіжного балансу (РПО) – вже у липні 2020р. позитивне сальдо РПО (€21 млрд.) навіть дещо перевищило липневий рівень 2019р. (€19,4 млрд.). Водночас, макроекономічна ситуація у країні, привернула увагу інвесторів, які оцінили успішні результати антикоронавірусної політики – після відтоку інвестицій і слабого припливу прямих іноземних інвестицій (ПІІ) у квітні-червні, вже у липні 2020р. обсяги припливу ПІІ повернулись до свого «нормального» рівня, хоча загалом динаміка інвестиційних потоків залишалася вкрай нерівномірною (діаграма «Рахунок поточних операцій і прямі іноземні інвестиції Німеччини»).

Рахунок поточних операцій і прямі іноземні інвестиції Німеччини, € млрд.

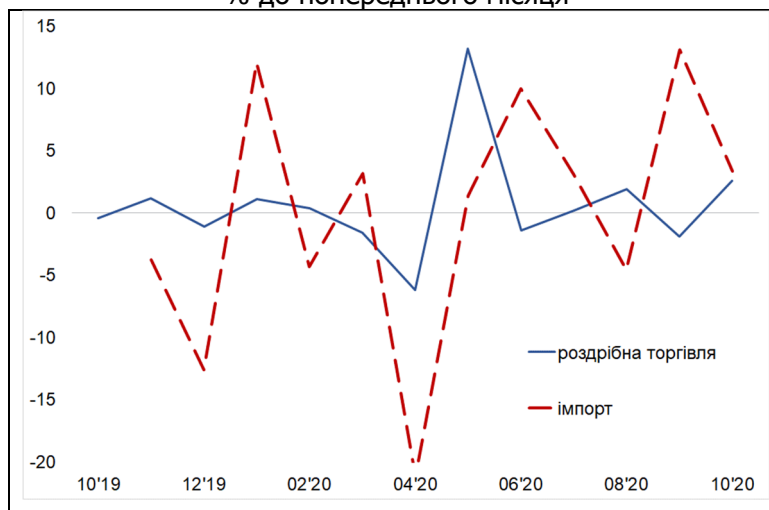


Висока купівельна спроможність населення (на збереження якої була спрямована переважна більшість заходів економічної політики) означає і високу схильність до імпорту як для потреб бізнесу (значні обсяги конкурентного експорту, звичайно, потребують і якісного імпорту), так і населення (задоволення розширення споживчих потреб). Насамперед, це стосується поведінки домогосподарств, які можуть швидко реагувати на сприятливість чи несприятливість збільшення витрат у торговельній мережі.

Звичайно, коронавірусний шок зменшив обсяги роздрібних продажів, а впровадження торговельних обмежень обвалило імпорتنі витрати (діаграма «*Темпи зростання обсягів імпорту і роздрібної торгівлі у Німеччині*»). Однак, послаблення обмежень відновило й інтерес до імпорту, хоча поки обсяги імпорту ще не досягли докризового рівня.

Слід зробити **загальне зауваження**, яке безпосередньо стосується **економічної політики Німеччини** (а з тим – Євросоюзу загалом). Складнощі відновлення економіки в умовах посилення конкуренції економічних гігантів (як з боку США, так і стрімко зростаючого Китаю) спричинили посилення уваги політичної і бізнес-еліти країни до необхідності активізації державного впливу на економічні процеси, насамперед у промисловості, яка небезпідставно відіграє вирішальну роль в економічній спроможності Німеччини, її лідерських позиціях в Європі. І сьогодні роль держави у регулюванні промисловості і підтримці окремих сфер і галузей у ЄС помітно підвищується⁹⁷. Більше того, в останнє десятиріччя навіть найбільші німецькі корпорації, які мають досить міцні глобальні конкурентні позиції, пристають до доречності інвестиційної та інноваційної підтримки національного бізнесу, а також недопущення переходу технологічних компаній до іноземців⁹⁸.

**Темпи зростання обсягів імпорту і роздрібної торгівлі у Німеччині,
% до попереднього місяця**



Іншою особливістю економіки Німеччини є те, що окрема увага зосереджена на виробництвах і технологіях, які лише започатковуються (*infant industries*) і потребують державного сприяння, у т.ч. належного регулювання, щоб, з одного боку, прискорити їх розвиток і результативність, з іншого – не

⁹⁷ Див., зокрема: Altmaier P. German industrial policy comes back to the fore. – <https://www.ft.com/content/49a5920c-2954-11e9-88a4-c32129756dd8>.

⁹⁸ German industrial policy comes back to the fore. – <https://www.ft.com/content/49a5920c-2954-11e9-88a4-c32129756dd8>.

допустити антигуманного застосування. Вірогідно, найближчими роками відбуватимуться **модифікації ролі держави в економіці** і у цій частині регулювання. Особливістю сучасності є те, що поряд із зростаючою (в багатьох країнах) роллю держави (у промисловій політиці) важливу роль відіграють галузеві та бізнес-асоціації, які безпосередньо включені у реалізацію промислової політики країни. Тому у Німеччині потреби у **виробленні спільних рішень влади, бізнесу, асоціацій** актуалізуються як найвагоміша складова стратегії розвитку країни⁹⁹.

3.3. Особливості економічної стійкості Швеції

Випадок Швеції протидії коронавірусній кризі, як вказувалось, виявився значною мірою унікальним, оскільки країна не запроваджувала жорстких коронавірусних обмежень, зосередившись не на потенційних негативних «швидких» впливах пандемії на економічну динаміку, а на забезпеченні збалансованих соціально-економічних потреб (довгострокового характеру)¹⁰⁰ і належної медичної допомоги. Вірогідно, такий «експеримент» і могла собі дозволити Швеція, як одна з небагатьох країн світу, де працює належна система державного управління, охорони здоров'я, забезпечуються високі зарплати і соціальний захист.

Інституційна міцність. Вказаний підхід базувався на чітких засадах шведської конституції, якою гарантується низка свобод, що вважаються непорушними (і яких безумовно дотримуються у країні). Насамперед, йдеться про¹⁰¹:

- свободу пересування шведських громадян,
- незалежність публічних інституцій,
- виключні повноваження місцевого самоуправління.

Тобто, влада могла б запроваджувати деякі обмежувальні заходи, однак не могла при цьому порушувати конституційних прав і вимог. Так, шведський уряд не може запроваджувати надзвичайний стан у мирний час, а з тим неможливим є і посилений контроль за громадянами чи дотримання ними урядових вимог.

Консолідуючою ж складовою виступає **висока довіра громадян країни до власного уряду** (упродовж останнього десятиріччя довіра до уряду складає близько 60%), який, на переконання громадян, діє виважено і на користь країни. А тому владні інститути намагалися діяти через рекомендації і роз'яснення як рекомендованих заходів, так і результатів діяльності. Громадяни ж, своєю чергою, у більшості випадків належно також їх враховували і виконували.

Особливість реалізації антикоронавірусної політики полягає у тому, що у Швеції **не було запроваджено практично жодної загальнонаціональної заборони**. Насамперед, у частині переміщення –

⁹⁹ Економічні свободи для зміцнення соціально-економічного розвитку України в умовах глобальних трансформацій. / К.: Заповіт, 2020, 276с.

¹⁰⁰ З самого початку розгортання кризи шведський уряд був переконаний у нових невідомих складнощах протидії коронавірусній кризі. Тому й увагу зосереджував не на короткострокових обмежувальних заходах (які могли мати негативний шоківий вплив на економічне середовище країни загалом), а саме на заходах, які надавали країні спроможності протидіяти довгостроковим факторам.

¹⁰¹ Jonung L. Sweden's constitution decides its exceptional Covid-19 policy. – <https://voxeu.org/article/sweden-s-constitution-decides-its-exceptional-covid-19-policy>.

кожен громадянин мав і має право безперешкодно переміщатись всередині країни, а також перетинати кордони країни (обмеженням тут виступає дозвіл інших країн на допуск в'їзду на власну територію).

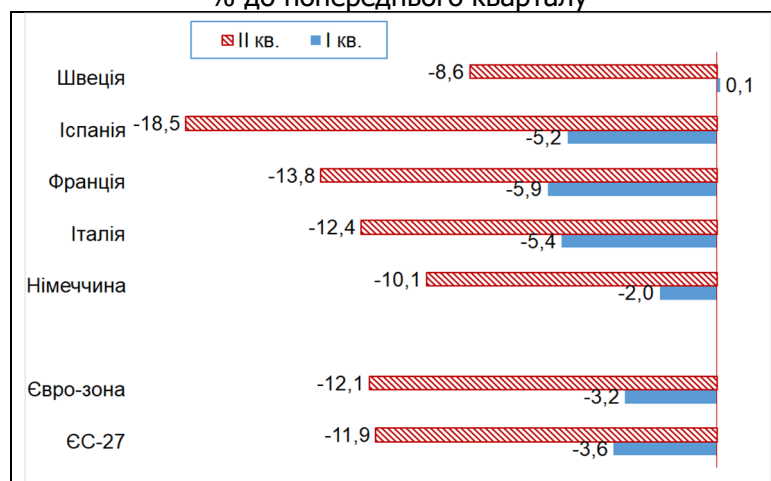
Звичайно, окремі обмежувальні (і переважно рекомендаційного характеру) заходи могли застосовуватись, наприклад до масових зібрань (понад 50 осіб), або відвідувань ресторанів (де важко було забезпечити «соціальну віддаленість»). Однак, у більшості випадків їх і не потрібно було застосовувати, оскільки громадяни достатньо проявляли розуміння ситуації.

Високі повноваження і відповідальність місцевих органів влади все ж дозволяє останнім запроваджувати певні обмеження, спрямовані на збереження здоров'я громадян. Поряд з цим, звичайною є висока увага до діяльності державних агентств, які, однак, позбавлені втручання відповідних міністерств у їх діяльність, що надає можливість громадянам отримувати своєчасну і надійну інформацію. Тому, традиційно, центральний уряд, місцеве самоврядування і публічні інститути надають перевагу співпраці і чіткому дотриманню повноважень і відповідальності, не допускаючи жорстких конфліктних ситуацій і протистоянь, що й підтверджувалось стійкою економічною динамікою.

Економічна динаміка. Насамперед, вкажемо, що Швеція упродовж перших двох кварталів 2020р. продемонструвала чи не найкращі економічні показники в Європі, мінімізуювши негативний тиск коронавірусної кризи. Навіть МВФ, який зазвичай вкрай обережно висвітлює процеси, які мають специфічні особливості у різних країнах, визнав помітні позитиви шведської антикоронавірусної політики¹⁰².

У I кв. 2020р., коли пандемія у Європі починала розгортатись, у Швеції було зафіксоване, хоча й суто символічне, все ж зростання – приріст ВВП до попереднього успішного кварталу склав 0,1% у той час, як по ЄС і євро-зоні падіння вже перевищило 3%, а у Франції, Італії, Іспанії – понад 5% (діаграма «Квартальні показники економічного зростання окремих країн Європи»¹⁰³).

Квартальні показники економічного зростання окремих країн Європи,
% до попереднього кварталу



¹⁰² Sweden: Will COVID-19 Economics be Different? – <https://www.imf.org/en/News/Articles/2020/06/01/>.

¹⁰³ Eurostat newsrelease. Euroindicators, 31 July 2020. – <https://ec.europa.eu/eurostat/web/euro-indicators/news-releases>.

Звичайно, II кв. 2020р. виявився обвальним для всіх країн. Навіть у Швеції, яка, як вказувалось, не запроваджувала жорстких обмежень на економічну діяльність, падіння ВВП склало 8,6%, що, втім, знову ж таки було значно менше, порівняно з більшістю європейських країн.

І навіть таке падіння частково було зумовлено не стільки внутрішніми чинниками, скільки зовнішніми, на які країна не могла впливати. Як вказувалось, Швеція є достатньо відкритою економікою, яка значно залежить від експорту промислової продукції. А зважаючи на значне падіння попиту на міжнародних ринках промислових товарів, країна вимушено суттєво скоротила власні доходи¹⁰⁴.

Водночас, вдалося мінімізувати порушення ланцюгів формування доданої вартості, принаймні з найближчими партнерськими країнами (насамперед сусідніми європейськими¹⁰⁵), що, водночас, спрацювало як фактор взаємної підтримки. Це також примножувало можливості для прискореного відновлення подібних зв'язків, тільки-но покращиться ситуація з коронавірусною кризою.

Падіння ж ВВП (доданої вартості), хоча спостерігалось практично у всіх сферах економічної діяльності, насамперед, було зумовлено скороченням споживчих витрат (добровільне зменшення контактування все ж зіграло вагомий роль) і експорту (як вказувалось, внаслідок зменшення зовнішнього попиту на індустріальні товари).

У результаті змінилась поведінка як споживачів (часткова відмова від придбання товарів довгострокового користування), так і виробників (зменшення стимулів до розширення виробництва і підвищення продуктивності), що послабило економічні стимули і зменшило готовність до продовження активної діяльності.

Слід звернути увагу, що особливо різниця впливів коронавірусного шоку у різних країнах проявилась на сфері послуг – у перші місяці після запровадження коронавірусних обмежень (березень-травень 2020р.) діяльність у сфері послуг в Європі ледь не завмерла (значне скорочення поїздок, туризму, відпочинку, культурних закладів та ін.). У Швеції ж, хоча й відбулося певне зменшення обсягів послуг, насамперед у частині подорожей, обслуговування туристів та ін., проте це стосувалось переважно тих сфер, які лежали за межами «суто» національних можливостей і заходів.

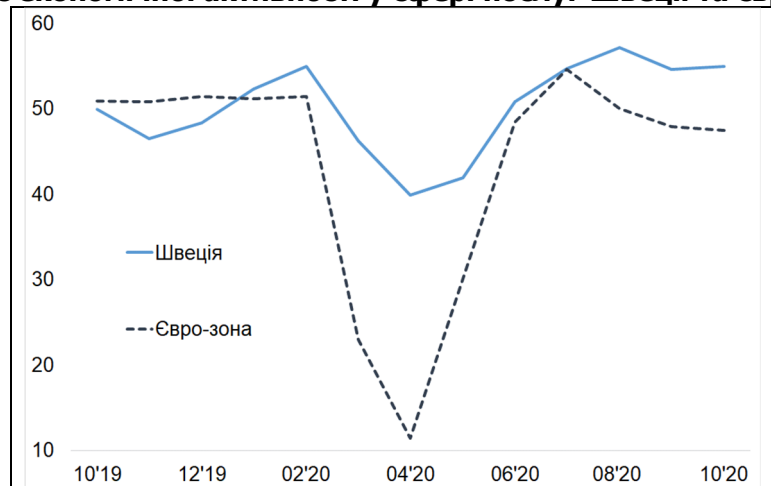
Стосовно ж внутрішнього обслуговування, у т.ч. відвідування громадських заходів, закладів відпочинку, ресторанів, то вплив був незначний – максимальне зниження індексу активності у сфері послуг склало близько 15 пунктів, в той час, як в інших європейських країнах сягало 40 пунктів (діаграма «Індекс економічної активності у сфері послуг Швеції та Євро-зони»).

У літні місяці сфера послуг помітно пожвавилася, однак належної стійкості годі було чекати, в особливості з розгортанням «другої хвилі» коронавірусу. Хоча в європейських країнах рівень обмежень восени був значно менший, ніж навесні, проте протидія поширенню пандемії затримувала економічне відновлення.

¹⁰⁴ Coronavirus: Sweden's economy hit less hard by pandemic. – <https://www.bbc.com/news/business-53664354>.

¹⁰⁵ ...на Норвегію, Данію і Німеччину припадає близько 30% шведського експорту.

Індекс економічної активності у сфері послуг Швеції та Євро-зони



Безробіття і монетарна підтримка. Як і в інших країнах, поширення коронавірусної кризи призвело до зростання безробіття (внаслідок «природного» закриття багатьох бізнесів), причому у Швеції воно зростало прискореними темпами. Так, якщо у березні рівень безробіття складав 7,1%, то вже у липні досяг 8,9% (у червні було навіть вище 9%). Така динаміка виявилась помітно гіршою порівняно із загальними тенденціями у провідних європейських країнах¹⁰⁶.

Однак, статистика не відображає сутнісні особливості. Вагомим чинником стало те, що невпровадження жорстких обмежень зберегло рівень мобільності робочої сили, що надало можливість працівникам легше визначатись із власним працевлаштуванням (легша відмова від «звичної» роботи) і майбутнім власної діяльності¹⁰⁷. Ще одним, дещо парадоксальним, чинником підвищення безробіття (які, як вказувалось, відзначались і у США) стали значні виплати і бонуси домогосподарствам на підтримку їх купівельної спроможності і рівня споживання. Частина працівників свідомо перейшли до статусу незайнятих, суттєво не зменшуючи при цьому власний дохід.

Частковим підтвердженням цьому стало те, що при значному зростанні безробіття (що зазвичай пов'язується із втратою доходів і купівельної спроможності) роздрібні продажі помітно зросли саме у травні-липні, коли був зафіксований найвищий рівень безробіття (діаграма «*Безробіття і роздрібні продажі у Швеції*»).

У такому випадку вказане підвищення безробіття не має системного чинника, а лише носить ситуативний характер. Між тим, не виключено, що може мати місце «відкладений» негативний ефект – новий «звичний» стан безробіття (у кризовий період) трансформується у рецесійні прояви, якщо коронавірусна хвиля відновиться або розшириться¹⁰⁸.

Навіть в умовах зростання безробіття (що, як вказувалось, не носило загрозливого характеру) збереженню купівельної спроможності і добробуту

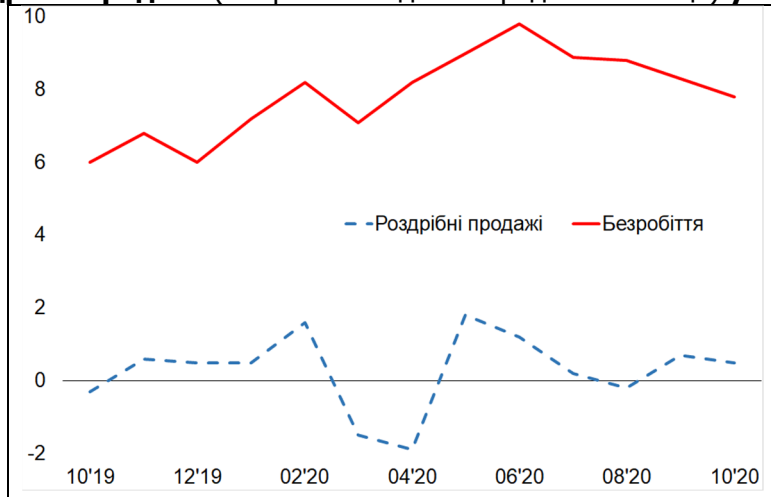
¹⁰⁶ Так, відповідні показники для Німеччини складали 3,8% і 4,4%, а у Франції відбулося навіть зниження – з 7,5% до 6,9%.

¹⁰⁷ Частина працівників навіть вирішила «зробити паузу» у роботі, що цілком можливо в умовах наявності належних запасів і заощаджень.

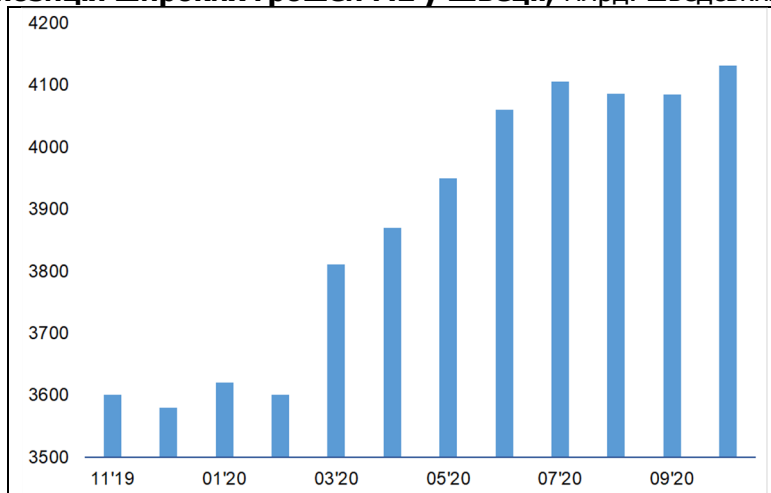
¹⁰⁸ Sweden: Will COVID-19 Economics be Different? – <https://www.imf.org/en/News/Articles/2020/06/01/na060120-sweden-will-covid-19-economics-be-different>.

сприяла стимулююча монетарна політика, завдяки чому економічні агенти мали вільний доступ до дешевих (і обмежених лише кредитними історіями) кредитних ресурсів.

Безробіття (% робочої сили) і роздрібні продажі (% зростання до попереднього місяця) у Швеції



Пропозиція широких грошей M2 у Швеції, млрд. шведських крон



При цьому політика центрального банку країни (*Sveriges Riksbank*) була чітко визначеною, стабільною і прогнозованою, а поточна діяльність забезпечувалась належною комунікацією. Тому економічні агенти могли раціонально планувати власну діяльність. Звернемо, зокрема, увагу на наступні монетарні особливості:

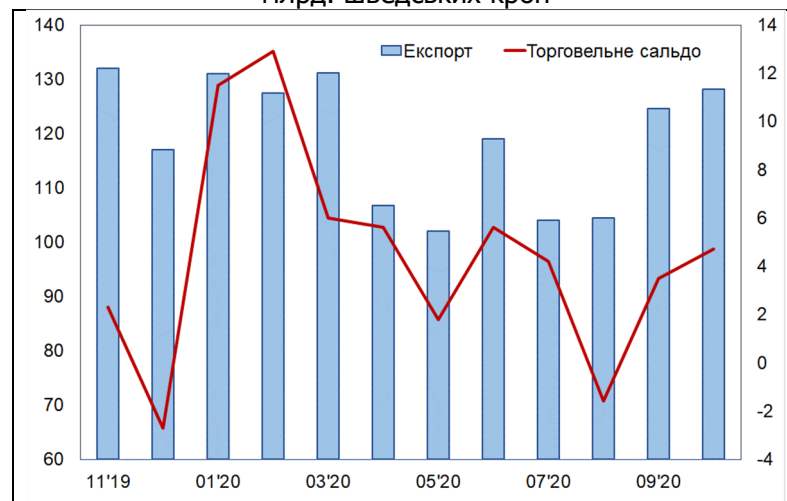
- ставка міжбанківського кредитування упродовж березня 2019р. – жовтня 2020р. коливалась у межах - 0,15-0,35% (найвищі рівні 0,2-0,35% спостерігались у березні-квітні 2020р.). Кредитні ж ставки (за цей же період) знизились з 0,75% на початку року до 0,1% у літні місяці;
- шведські банки забезпечували досить стабільний рівень розширення кредитування економічних агентів. Так, упродовж всього 2020р. щомісячні обсяги кредитів зростали на 5,1-5,2% порівняно з відповідними періодами попереднього року. У квітні-травні 2020р. обсяги кредитування приватного сектору зросли до 1,52-1,54 трлн. шведських крон, у літні місяці знизившись до 1,5 трлн. крон;

- послідовність монетарного стимулювання забезпечувалась розширенням пропозиції грошей і прогнозованим зростанням монетарних агрегатів (діаграма «Пропозиція широких грошей M2 у Швеції»).

Зовнішній сектор. Динаміка зовнішньої торгівлі Швеції у 2020р. продемонструвала дещо «незвичний» характер. Експорт країни помітно перевищує імпорт, що означає наявність значного позитивного торговельного сальдо. Навіть у 2020р. при суттєвому скороченні зовнішнього попиту, торговельне сальдо за січень-серпень склало 43,6 млрд. шведських крон (у 2019р. за той же період було 16,8 млрд. шведських крон), у т.ч. внаслідок нижчого падіння експорту (на 8%), ніж імпорту (понад 10%). Однак, у серпні за покращення споживчих настроїв відбулося прискорення імпорту, відтак торговельне сальдо вперше з початку року стало дефіцитним (діаграма «Експорт і торговельне сальдо Швеції»).

Вірогідно, в останні місяці 2020р. торговельне сальдо навіть ще погіршиться, оскільки (є підстави стверджувати) зовнішній попит на шведські промислові товари (що й формує експортний потенціал) зростає нижчими темпами, ніж споживчі настрої шведських домогосподарств (та їх схильність до розширення споживчого імпорту).

**Експорт (ліва шк.) і торговельне сальдо Швеції,
млрд. шведських крон**



Нагадаємо, поки глобальний попит на промислові товари поступається попиту на товари сільськогосподарських і харчових галузей, що «негативно» відбивається на торговельному сальдо подібних Швеції (де у структурі експорту домінують товари з високою доданою вартістю).

3.4. Економічне прискорення у Польщі всупереч коронавірусній кризі

Коронавірусна криза виявила і виявляє значний вплив в Європі і на успішні висхідні країни, яким вдалося упродовж останнього десятиріччя зміцнити стабілізаційні процеси і вийти на шлях стійкого розвитку. До таких країн належить Польща, яка глобальну фінансову кризу 2008-2009рр. пройшла чи не найкраще в Європі, навіть утримавши позитивну (зростання ВВП) економічну динаміку. Між тим, з початку розгортання кризи у 2020р. у Польщі також спостерігались рецесійні прояви, що відбувалось вперше за останні 30 років. Однак, країна виявилась рішуче налаштована на чергову протидію зовнішньому шоку, і перебіг економічних процесів у 2020р. попередньо вказує

на те, що країні дійсно вдалося мінімізувати кризові втрати, і вихід з «гострої» фази коронавірусних обмежень для країни виявиться успішнішим, порівняно з більшістю країн Європи. А з тим – і стартові умови посткризового відновлення у Польщі будуть більш сприятливими¹⁰⁹, а ділова та інвестиційна привабливість країни будуть серед найвищих у Європі¹¹⁰ (тільки-но ризики нових хвиль послабшають).

Більше того, разом із запровадженням досить жорстких протикоронавірусних заходів, польський уряд суттєво розширив витрати, спрямовані на збереження робочих місць, підтримку фірм і компаній, забезпечення добробуту і купівельної спроможності домогосподарств. Сукупно на це було спрямовано близько 6,5% ВВП, що є найбільшими (як частки ВВП) стимулюючими заходами в Європі¹¹¹.

Складові польського успіху. Польща вдруге за відносно історично короткий проміжок часу продемонструвала світовій спільноті спроможність до результативної протидії чи, принаймні, мінімізації негативних наслідків кризових впливів. Звернемо увагу на наступні чинники і обставини анти-COVID-19 політики, окремо наголосивши на тих, які більш характерні для (успішних) висхідних країн.

Насамперед, звернемо увагу на те, що у більшості країн (принаймні висхідних) значні обмежуючі (антикоронавірусні) заходи і закриття багатьох бізнесів швидко спровокували значне зниження приватного споживання (при тому, що державні витрати мали суттєво зрости). Водночас, це супроводжувалось і скороченням приватного інвестування, внаслідок невизначеностей на ринках або незадовільних оцінок їх перспектив. Державне інвестування також помітно скоротилось, зважаючи на зменшення податкових надходжень при збільшенні видатків на першочергові соціально значимі товари і послуги, що, своєю чергою, потребувало додаткових ресурсів на фінансування зростаючих дефіцитів публічних фінансів¹¹². Тобто, сталося розбалансування (суттєва відмінність за край короткостроковий період) всіх головних складових формування ВВП.

Оскільки кризовий вплив залежить від структури ВВП і з різною інтенсивністю діє на складові, то й агреговані макроекономічні показники можуть продукувати різний (у ряді випадків і суперечливий) результат.

Так, *по-перше, у період глобальної фінансової кризи* «швидкі» втрати бути пов'язані із стрімким скороченням та обмеженням потоків капіталів, фінансових рахунків, інвестиційної привабливості і спроможності. Для **коронавірусної кризи** характерним виявилось, що процеси скорочення першочергово торкнулися сторони споживання. Коли кризові симптоми лише починали проявлятися, домогосподарства першочергово різко скорочували власні споживчі витрати (зменшення відвідин масових закладів, подорожей, закладів відпочинку тощо). Причому чим негативнішими ставали очікування і перестороги, тим активніше відбувалось скорочення споживчих витрат. Що швидко трансформувалось у втрати в сукупній пропозиції товарів і послуг.

¹⁰⁹ Will Poland again be Europe's "green island" of growth in this crisis? – <https://notesfrompoland.com/2020/05/15/>.

¹¹⁰ Poland third in ranking of best countries to invest in post-COVID. – <https://wbj.pl/poland-third-in-ranking-of-best-countries-to-invest-in-post-covid/post/127075>.

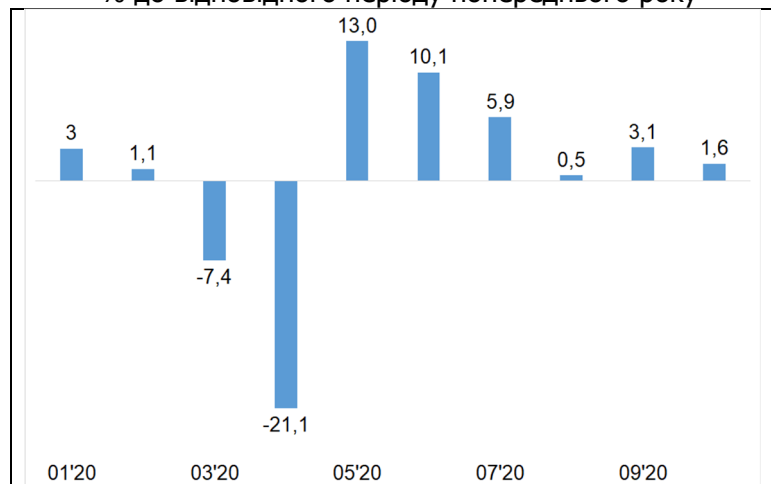
¹¹¹ Central and Eastern Europe's fiscal and monetary response to Covid-19. – <https://think.ing.com/articles/>.

¹¹² Poland – European Economic Forecast. Spring 2020. – https://ec.europa.eu/economy_finance/forecasts/2020/spring/.

Тому низка заходів державної політики саме й спрямовувалась на підтримку купівельної і споживчої спроможності домогосподарств.

Дещо неочікуваними виявились зміни у пропозиції – промисловість почала відновлюватись значно вищими темпами, ніж очікувалось. Так, після обвального падіння у квітні (обсяги промисловості Польщі впали на 21,1%, що співвідноситься із коронавірусним шоком), у травні-червні відбулося відновлення обсягів виробництва. І у наступні місяці Польща демонструвала позитивні показники зростання (діаграма «Зростання промислового виробництва у Польщі»)¹¹³. Причому, позитивна динаміка почала проявлятися у переважній більшості промислових сфер (за виключенням добувних галузей), що задавало напрям позитивних змін і в інших галузях (транспорт, комунальне господарство та ін.). Зазначимо, що Польща стала першою висхідною країною в Європі, якій вдалося досягти таких широких позитивних змін відновлення вже на початку осені 2020р.¹¹⁴

Зростання промислового виробництва у Польщі,
% до відповідного періоду попереднього року



По-друге, скорочення попиту, посилення невизначеностей, послаблення національних валют (насамперед, висхідних країн) призводило до того, що у багатьох випадках темпи падіння імпорту помітно перевищували темпи падіння експорту. Причому, парадоксально, промисловий і технологічний імпорт скорочувались випереджувальними темпами. Водночас, Польща отримала і вигоди від падіння світових котирувань сировинних товарів, які країна переважно імпортує (насамперед, нафту, газ). Оскільки у структурі ВВП відображається т.зв. чистий експорт (різниця експорту та імпорту), то навіть при погіршенні всіх складових, випереджаюче зниження імпорту могло сприяти покращенню показників динаміки ВВП країни.

По-третє, країна, завдяки фіскальній виваженості і строгості упродовж останнього десятиліття, входила у коронавірусну кризу із значно кращим станом державних фінансів, порівняно з багатьма іншими країнами Європи. Відповідним чином, і боргові позиції були значно кращими, показники державних і зовнішніх боргів відносно ВВП країни були цілком збалансовані з

¹¹³ Див. також: Change in sold production of industry during the coronavirus (COVID-19) epidemic in Poland from March to August 2020. – <https://www.statista.com/statistics/>.

¹¹⁴ Докладніше див.: Polish industrial production records first expansion since COVID-19 outbreak. – <https://www.intellinews.com/>. Poland's economy is one of the strongest performers coming out of COVID19 recession. – <https://www.thefirstnews.com/article/>.

макроекономічною структурою¹¹⁵. І хоча, за оцінками, вже наприкінці першого року розгортання коронавірусної кризи дефіцит державних фінансів країни може зрости до 10% ВВП, однак навіть міжнародні рейтингові агентства визнають, що в умовах кризи таке зростання не є визначальним для критичності державних фінансів країни (країни свідомо запроваджують великі стимулюючі пакети, зважаючи на головні завдання недопущення економічного «ступору»).

Такий рівень підтримки був би неможливий без безпосередньої і значної допомоги центрального банку країни, насамперед, завдяки викупу ним активів (переважно державних облігацій зосереджених у банківській системі), так що загальний обсяг вказаних «інтервенцій» сягнув 10% ВВП (що є також чи не найбільшим показником в Європі). Зважаючи на раціональність і контроль ліквідних коштів, такі широкі програми підтримки (які узгоджувано виходили від уряду і центрального банку) не призводили до інфляційних чи девальваційних тисків, зберігаючи стійке і прогнозоване макроекономічне середовище.

По-четверте, попри кризові впливи, скорочення виробничих потужностей і зменшення зайнятості, Польщі, як вказувалось, вдалося зберегти позитивну динаміку продуктивності, що найближчими роками може стати вагомим чинником інвестиційної привабливості, а з тим і прискореного економічного відновлення. Більше того, Польщі вдалося досить ефективно трансформувати виробничу структуру у динамічній сфері сучасних послуг, в якій широко застосовуються інформаційно-комунікаційні технології (ІКТ) і які достатньо легко «переключити» до позаофісної діяльності¹¹⁶.

Більше того, навіть вказані рецесійні процеси та ускладнення в ряді соціально-економічних сфер не стали виправданням владної діяльності і **не дали підстав використовувати кризові суперечності у популістських чи демагогічних цілях упродовж президентських перегонів** у країні влітку 2020р. Підкреслимо, саме зосередженість на раціональних і результативних заходах¹¹⁷, а не пошук виправдань і необґрунтованих тлумачень, надала країні можливість зберегти (або допустити лише мінімальне погіршення) найвагоміші індикатори та показники.

Як вказувалось, одним з найвагоміших з них (що, водночас, може визначати і стійкість трансформаційних процесів) є продуктивність національної економіки. Динаміка продуктивності у Польщі, за оцінками експертів, залишатиметься «стійкою» у період виходу Європи з коронавірусної кризи, і упродовж першого посткризового року зможе помітно зрости (діаграма «*Зміна у продуктивності робочої сили між 2019р. і 2021р.*»¹¹⁸).

Значною мірою це пов'язується із перетіканням робочої сили з низькопродуктивних сфер через налагоджену систему перенавчання і підвищення кваліфікації до більш продуктивних. Насамперед, йдеться про внутрішню міграцію жителів сільських і аграрних районів до зростаючих міст,

¹¹⁵ World Bank: Polish economy more resistant to virus than others in region and could even benefit. – <https://notesfrompoland.com/2020/06/>.

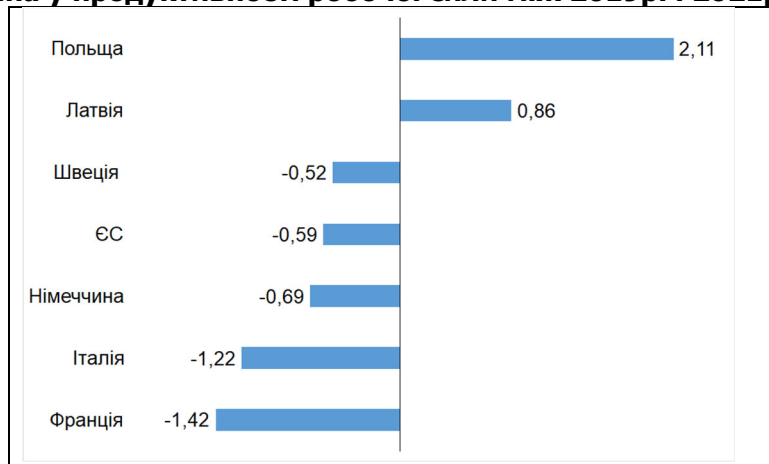
¹¹⁶ Will Poland again be Europe's "green island" of growth in this crisis? – <https://notesfrompoland.com/2020/05/15/>.

¹¹⁷ Responding to the Coronavirus Crisis. Update on Poland. – www.ebrd.com.

¹¹⁸ Will Poland again be Europe's "green island" of growth in this crisis? – <https://notesfrompoland.com/2020/05/15/>.

міграції значної робочої сили з сусідніх країн (насамперед, України і Білорусі), яка згодна і на низькокваліфіковану роботу.

Зміна у продуктивності робочої сили між 2019р. і 2021р., %



Підкреслимо, значні структурні зміни в економіці Польщі, які сприяють підвищенню продуктивності, пов'язані з активним розвитком ІКТ, який виявляється чи не найбільш стрімко зростаючим у ЄС (хоча все ще поступаючись розвинутим країнам), випереджаючи країни ЦСЄ (втім, Польща є й найбільшою за населенням серед вказаних) (таблиця «Розвиток ІКТ в окремих країнах ЦСЄ»¹¹⁹). Причому для залучення до сектору використовується сучасна система освіти і навчання, у т.ч. для іноземної молоді.

Розвиток ІКТ в окремих країнах ЦСЄ, 2017р.

	Кількість компаній, тис.	Загальна зайнятість, тис. працівників	Виробництво, € млрд.
Польща	105,8	384,2	34,3
Чехія	46,2	139,8	16,5
Угорщина	41,8	68,6	6,8

Зовнішній сектор. Ще однією макроекономічною вигодою Польщі стало те, що останніми роками, завдяки прискореному нарощуванню експорту та покращенню його структури, традиційний зовнішньоторговельний дефіцит перетворився на торговельний надлишок. Так, після шокowego обвалу торгівлі у квітні-травні 2020р. у наступні місяці спостерігалось прискорене зростання обсягів¹²⁰, причому темпи зростання експорту перевищували такі темпи імпорту¹²¹, а загалом за перше півріччя позитивне торговельне сальдо досягло майже €5 млрд.¹²² (діаграма «Експорт товарів і сальдо торгівлі товарами Польщі»).

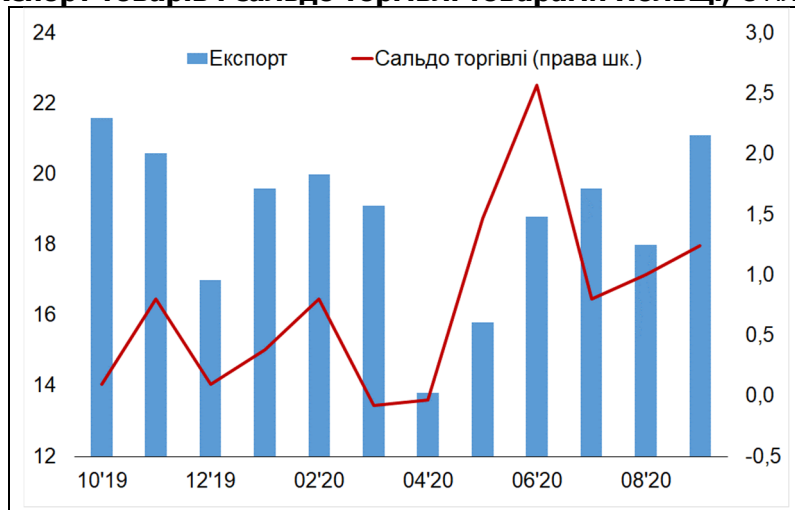
¹¹⁹ Stanzel R. New Technology, Energy and Climate in Poland and the V4 after COVID-19. – <https://visegradinsight.eu/poland-climate-technology-end-of-the-economic-model/>.

¹²⁰ Показовим у цьому контексті є липень, коли імпорт впав на 3,9% (порівняно з роком раніше) до €18,6 млрд., експорт зріс до €19,6 млрд., торговельний надлишок склав майже €1 млрд. (роком раніше – дефіцит €0,3 млрд.).

¹²¹ ... експорт практично відновився на докризовий рівень, у т.ч. завдяки покращенню ділової активності у Німеччині.

¹²² Poland's economy is one of the strongest performers coming out of COVID19 recession. – <https://www.thefirstnews.com/article/>.

Експорт товарів і сальдо торгівлі товарами Польщі, € млрд.



Покращення торговельного сальдо стало вирішальним чинником і покращення рахунку поточних операцій платіжного балансу – країна спромоглася із значного дефіциту рахунку поточних операцій (РПО) платіжного балансу вийти на позитивне сальдо РПО. Так, якщо у 2010-2012рр. дефіцит РПО складав 3,7-5,4% ВВП, у 2017р. РПО вперше був майже збалансований, а у 2019р. вже виявився позитивним – 0,5% ВВП.

Позитивне торговельне сальдо надавало можливість сміливіше використовувати ще одну перевагу Польщі – власну валюту і власну валютну політику. Відтак, злотий виступає індикатором стабілізаційних процесів, а в окремих випадках може посилювати стабілізаційні заходи. Так, на початку березня (коли коронавірусний шок тільки розпочинався) курс польського злотого до євро був близько 4,3. Однак, вже у середині березня (започаткуванні антикризових заходів) злотий помітно подешевшав – до 4,5-4,6 злотих за євро, що значною мірою відбивало невпевненість економічних агентів стосовно розгортання кризових процесів.

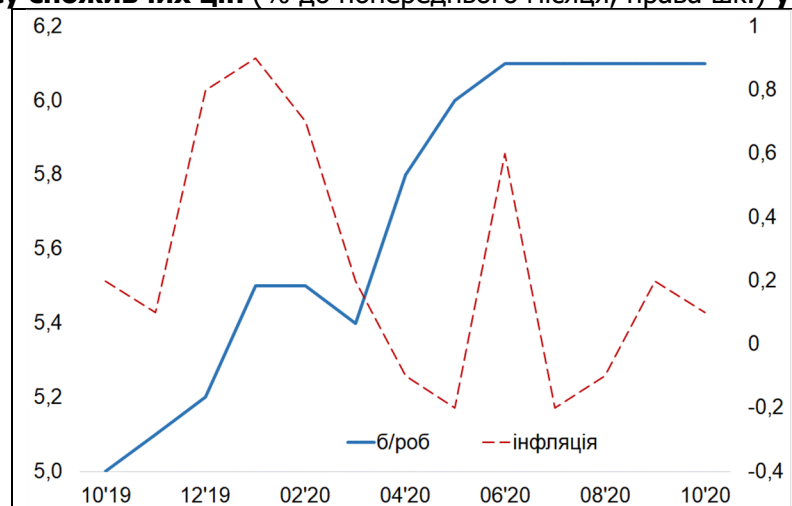
Втім, по мірі стабілізації ситуації і загалом позитивних антикризових дій, злотий почав зміцнюватись до «звичного» рівня: у червні курс знизився до 4,45, серпні – 4,4. Хоча у вересні-жовтні відбулась нова коронавірусна хвиля і, відповідно, злотий девальвував (наприкінці жовтня – понад 4,6), однак це носило дійсно ситуативний характер (у середині листопада повернення до 4,45) і не мало дестабілізуючого впливу на економічне середовище.

Зайнятість і зарплати. «Природа» польського **безробіття заслуговує окремої уваги**. У т.ч. як один з вагомих чинників впливу на ринок зайнятості в Україні, оскільки вже сьогодні у Польщі працевлаштовані і живуть українські «заробітчани», частина з яких, хоча й не втратили зв'язків з Україною (зокрема, через регулярні перекази зароблених коштів), проте, найвірогідніше, вже «відчуває» себе значною мірою поляками. Тому будь-які збурення на ринку праці Польщі вельми негативно впливатимуть і на вітчизняні ринки зайнятості.

Одним з найвагоміших напрямів дій збереження добробуту і купівельної спроможності домогосподарств у країні було визнано боротьбу з безробіттям. Після помітного стрибка у квітні до 5,8% (966 тис. безробітних), у наступні місяці безробіття стабілізувалось на рівні 6-6,1% (психологічно важливий

показник – понад 1 млн. економічно активних працівників)¹²³ (діаграма «Рівень безробіття і зростання індексу...у Польщі»), що стало певним чином соціальним шоком для польського суспільства.

Рівень безробіття (%) і зростання індексу споживчих цін (% до попереднього місяця, права шк.) у Польщі



Водночас, як і слід очікувати, підвищення безробіття відіграло роль обмежуючого чинника інфляції, що й знайшло підтвердження – у всі «коронавірусні» місяці (крім червня) спостерігалась дефляція.

Втім, для польського суспільства болючою проблемою є не стільки загальний рівень безробіття, а безробіття серед молоді. Так, попри обмеження на виробничу активність загальне безробіття вдавалося утримати на рівні 6%, однак серед молоді з початку року рівень безробіття постійно зростав і у червні перевищив 10% (діаграма «Загальний рівень безробіття і безробіття серед молоді у Польщі»).

Загальний рівень безробіття і безробіття серед молоді у Польщі (%)



Чергова хвиля підвищення безробіття очікувалась у жовтні-листопаді¹²⁴, коли завершилися сезонні роботи в аграрному секторі, будівництві, а країни

¹²³ Ciesielska-Klikowska J. Poland social briefing: The social consequences of the coronavirus pandemic. – https://china-cee.eu/wp-content/uploads/2020/07/2020s06_Poland.pdf.

¹²⁴ ... що й підтвердили попередні статистичні дані.

Західної Європи все ще утримували антикоронавірусні обмеження для іноземних працівників, і з Великої Британії почнуть повертатись громадяни Польщі, які вже не зможуть користуватись вигодами єдиного ринку (внаслідок *Brexit*).

Підкреслимо, зростання безробіття у країні було значною мірою зумовлене не лише скороченням сукупних попиту-пропозиції, а складові такого зростання подібні до українських. Справа у тому, так само, як багато українців працюють у Польщі, багато поляків працює у країнах Західної Європи, насамперед, Німеччині, Великій Британії, Австрії, Італії та ін. Закриття ринків робочої сили в цих країнах, як перша реакція на розповсюдження пандемії, примусило значну частину польських «заробітчанин» повернутись на батьківщину. Хоча певна частина робочих місць звільнювалась внаслідок виїзду з Польщі українських та білоруських працівників до власних країн, однак це зовсім не спонукало поляків, які повертались, зайняти звільнені робочі місця, як внаслідок їх відносно низької суспільної привабливості, так і значно меншої оплати праці (до якої вже «звикли»)¹²⁵.

Тому навіть при наявності вакансій (робочих місць, які вже традиційно займали українці і білоруси, насамперед, у сільському господарстві, будівництві, побутових послугах) рівень безробіття у літній період 2020р. залишався достатньо високим (близько 6%). Водночас, така структура і поведінка працівників вказують на те, що тільки-но обмеження і заборони для поїздки і перебування у розвинутих європейських країнах будуть зняті, переважна більшість поляків, знову повернуться на Захід¹²⁶.

**Середня зарплата в обробних галузях (злотих/міс.)
і зростання роздрібних продажів (% до попереднього місяця, права шк.)
у Польщі**



Підвищення безробіття і вимушене зниження заробітних плат у перші місяці пандемії (у т.ч. для хоча б для часткового збереження наявних робочих місць) виявлялись досить вагомим антиінфляційним чинником – хоча цінові коливання були присутні, проте їх рівень залишався у рамках цільових показників центрального банку країни – Польського Національного Банку (ПНБ, *Narodowy Bank Polski*) (діаграма «Середня зарплата в обробних

¹²⁵ Gov't sees unemployment at 9-10 pct at the end of 2020. – <https://polandin.com/47370414/>.

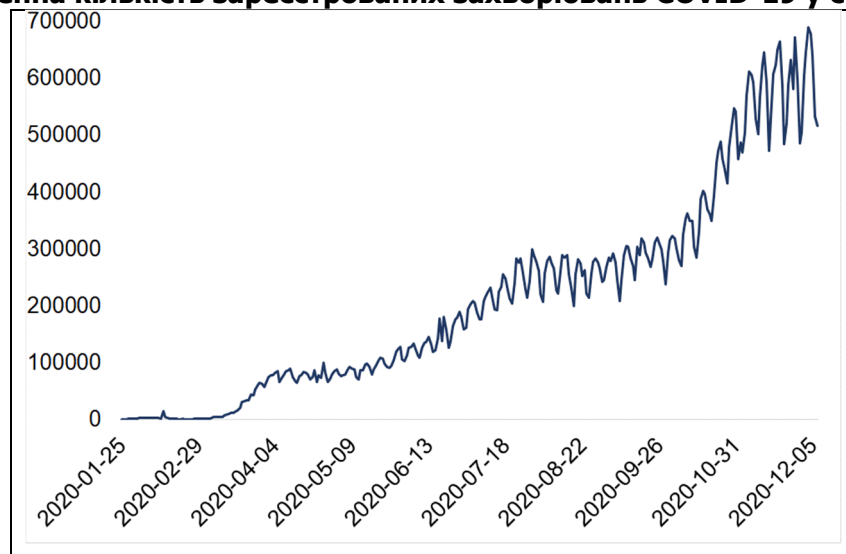
¹²⁶ Виключенням може стати Велика Британія, оскільки з початку 2021р. громадянам країн ЄС потрібно буде отримувати спеціальні дозволи на працевлаштування у країні (до Brexit використовувались переваги спільного ринку робочої сили).

галузях...у Польщі»)¹²⁷. Також вагомим чинником стало падіння роздрібно́ї торгівлі, що зумовлено невизначеністю (на той час) економічних перспектив у країні. Однак, вже у липні-серпні заробітні плати почали помітно зростати (повертатись до докризового рівня), що відбувалося разом із зниженням безробіття і що ставало важливим стабілізаційним і психологічним чинником для покращення ситуації у країні.

Загалом, коли йдеться про монетарне стимулювання, серед ризиків зазвичай виокремлюють інфляційні. А оскільки польська економіка ще належить до висхідних, то й інфляційні ризики розглядаються як доволі значні. Втім, більш суттєвим чинником, що впливає на споживчі ціни, виявляється скорочення споживчого попиту і невиразні очікування бізнесу і домогосподарств стосовно подальшої динаміки. У таких умовах інфляція належить до далеко не найперших турбот польської влади. Тому й відновлення роздрібно́ї торгівлі у літні місяці мало лише слабку позитивну динаміку¹²⁸.

Повернення нової коронавірусної хвилі в ЄС? Хоча у III кв. 2020р. у багатьох країнах спостерігались активні відновлювальні процеси, однак у IV кв. відновились побоювання і невпевненість. На початку жовтня 2020р. сформувалась нова коронавірусна хвиля (діаграма «Денна кількість зареєстрованих захворювань COVID-19 у світі»), де серед «лідерів» виявилися США і розвинуті країни Європи.

Денна кількість зареєстрованих захворювань COVID-19 у світі



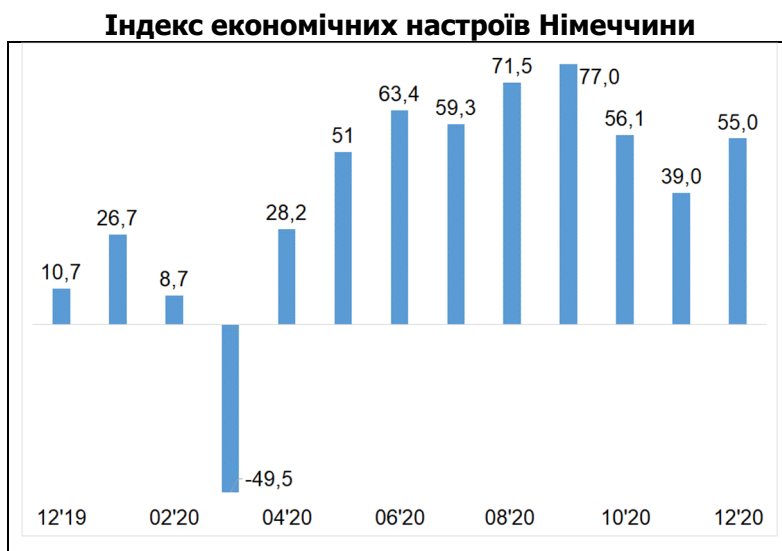
Звичайно, нові коронавірусні ризики матимуть безпосередній вплив на ділову активність. Між тим, хоча ризики повернення до весняних характеристик протидії пандемії (насамперед, жорстких обмежень у всіх країнах) розглядались як можливі, однак, найвірогідніше, повернення до режиму всеохоплюючого карантину у жодній країні не відбудеться¹²⁹.

¹²⁷ Тобто, вказані коливання споживчого попиту і доходів не мали практичного тиску на цінові характеристики на споживчих ринках. Так, навіть після традиційного «різдвяного» інфляційного прискорення взимку 2019-2020рр. у весняно-літні місяці спостерігались досить виразні стабілізаційні процеси.

¹²⁸ Різке зростання роздрібно́ї торгівлі у травні є результатом лише певного відновлення «звичного» рівня після квітневого обвалу.

¹²⁹ ...у т.ч. враховуючи численні повідомлення про успіхи у створенні антикоронавірусних ліків та їх широке застосування вже у I півріччі 2021р.

І дійсно, «друга хвиля» в ЄС вже засвідчила різну реакцію у різних сферах. Так, з одного боку, Індекс економічних настроїв у Німеччині стрімко впав у листопаді, порівняно серпнем-вереснем, коли у країні спостерігались високі оптимістичні сподівання (діаграма «Індекс економічних настроїв Німеччини»¹³⁰). Причому, опитування засвідчили, що вказане погіршення настроїв і очікувань викликано переважно погіршенням ситуації з коронавірусом. Ані проблеми «розлучення» і переговорів *Brexit*, ані президентські вибори у США (які також матимуть довгостроковий ефект) значного впливу на позиції респондентів нібито не мали.



З іншого – звернення до одного з найвагоміших індикаторів, яким відслідковується загальна успішність ділової активності країн Європи – індексу ринку акцій найбільших компаній (*STOXX Europe 600 price index*), демонструє інші настрої. Так, хоча у вересні-жовтні вказаний індекс і демонстрував незначне зниження (у т.ч. як відбиття слабкої реакції на «другу хвилю»), однак вже з початку листопада відновились тенденція зростання, хоча поширення пандемії продовжувалось¹³¹ (діаграма «Індекс ринку акцій *STOXX Europe 600*»).

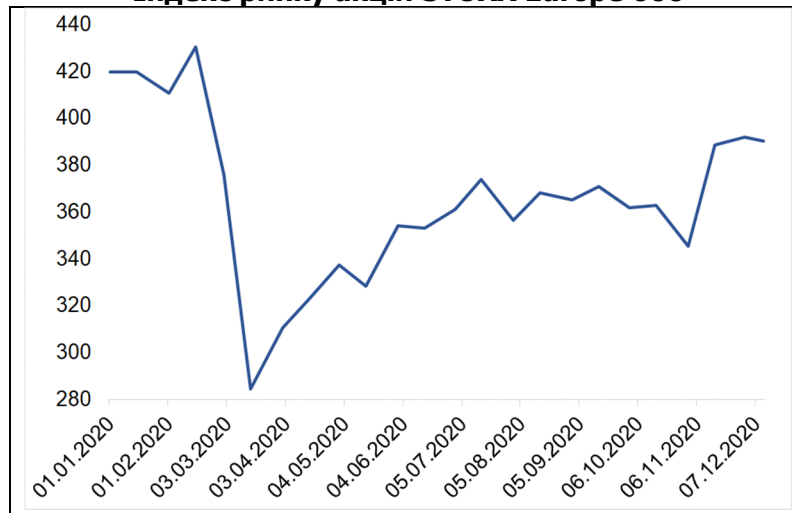
Вочевидь, є підстави стверджувати, що коронавірусні наслідки матимуть дієвість не лише у 2021р. Осінні прогнози економічного розвитку країн Європи підтверджують, що, попри очікуване покращення ситуації, складнощі надалі зберігатимуться, а економічні результати наприкінці 2020р.- початку 2021р. відставатимуть від відповідних показників попередніх років.

Так, обсяги роздрібної торгівлі, які «природно» зменшились з розгортанням «другої хвилі» і запровадження певних обмежень (втім, значно «м'якших», ніж навесні), у різдвяно-новорічний період суттєво зростуть (хоча, можливо, і короткочасно, якщо після новорічних свят негативна коронавірусна динаміка захворювань знову відновиться).

¹³⁰ Germany Zew Economic Sentiment Index. – <https://tradingeconomics.com/germany/zew-economic-sentiment-index>.

¹³¹ На думку окремих експертів, певну роль все ж зіграли перші (неофіційні) результати президентських виборів у США і свідчення перемоги Байдена. – European stocks jump at close with eyes on tight U.S. election race, <https://www.reuters.com/article/>.

Індекс ринку акцій STOXX Europe 600



Між тим, якщо у вказаний період вдасться розпочати широку вакцинацію населення, то є підстави стверджувати, що у I-II кв.2021р. може відбутися сплеск на споживчих ринках і у сфері обслуговування (оскільки люди «скучили» за звичним життям), хоча докризового рівня навряд чи вдасться досягти. Цьому також сприятиме продовження програм підтримки домогосподарств і бізнесу, про що у ряді країн вже оголошено і відображено у бюджетах. Загалом європейські економіки за результатами 2021р. ще не зможуть досягти докризового рівня (докладніше див. *Розділ 4*).

Тому й за послаблення коронавірусних тисків кризи треба враховувати і зважувати ризики, які зберігаються і можуть будь-якої миті активізуватись, завдавши країнам економічних втрат. Насамперед, наголосимо, що попри певну «зрозумілість» подальшого розвитку коронавірусної ситуації, пандемія все ще не контрольована. І наступні хвилі, навіть якщо не будуть такі згубні як попередні, все одно зможуть завдати значного удару по глобальній і національних економіках¹³².

Насамперед, йдеться про зайнятість (безробіття), яке в країнах ЄС зростає з 6,7% у 2019р. до 7,7% у 2020р. і 8,6% у 2021р., і лише у 2022р. дещо зменшиться – до 8,0%¹³³. Повільніше (ніж бажане) створення нових робочих місць і слабкий рівень зростання зайнятості означатимуть, крім безпосереднього впливу на економічну динаміку, потреби продовження підтримки домогосподарств і бізнесу за рахунок державних фінансів, що як утримуватиме значний дефіцит (у т.ч. з-за менших надходжень до бюджетів), так і нарощування боргового навантаження. Зауважимо, що покращення зайнятості за рахунок відновлення міжнародної торгівлі (і відповідного створення додаткових робочих місць) також навряд чи справдиться, оскільки і торгівля відновлюватиметься значно нижчими темпами.

Звичайно, за будь-яких «хвиль» перед країнами постають виклики, пов'язані з вибором напрямів економічної політики. Зокрема, після послаблення кризового шоку країни мусять переходити від відверто стимулюючих монетарної і фіскальної політики до посилення їх (вказаних політик) строгості (певних монетарних обмежень або слабшого стимулювання, а також певного

¹³² Sandbu M. Europe risks another false dawn after coronavirus. – <https://www.ft.com/content/8a73f56b-fe55-447d-ad88-3d2ee85da88f>.

¹³³ Autumn 2020 Economic Forecast: Rebound interrupted as resurgence of pandemic deepens uncertainty. – <https://ec.europa.eu/commission/presscorner/>.

посилення фіскального тиску, у т.ч. для зменшення накопичених у період стимулювання розбалансувань і боргів). Що не так легко зробити, у т.ч. внаслідок того, що більшість економічних агентів все ще очікує фінансових сприянь. Більше того, **посилення строгості монетарної і фіскальної політик може призвести до послаблення факторів економічного розвитку** і стійкого зниження потенціалу економічного зростання.

Слід зазначити, що навіть успіх у боротьбі з коронавірусом не означає «кінець історії». Післяшокові ризики залишаються значними навіть у випадку, якщо об'єктивні чинники втратили свою значимість – **негативні очікування чи наслідки антикризових заходів можуть спровокувати нове кризове загострення** на ринках праці чи у фінансовій сфері зокрема. Це підтверджує досвід розвитку ЄС у період після глобальної фінансової кризи, коли за кілька років в Європі розгорнулася важка боргова криза, яка навіть поставила під сумнів не лише економічну, але і політичну єдність ЄС. Тому звернення до найближчих перспектив економічного відновлення є важливим, що й зробимо у наступному розділі.

4. Коронавірусні наслідки і перспективи глобального відновлення

Поки (наприкінці 2020р., коли завершується підготовка цієї публікації) дискусії стосовно напрямів економічної політики, які можуть сприяти послабленню втрат від пандемії і посткризовому відновленню, продовжують розгортатись, у т.ч. внаслідок поширення «другої хвилі» коронавірусу¹³⁴. Зрозуміло, для кожної країни потрібні власні «рецепти», проте найчастіше наголошується на комплексних взаємопов'язаних сферах – загострення суперечностей державного управління, оновлення ланцюгів створення доданої вартості, поширення цифровізації, послаблення боргових проблем (загострених під впливом кризи), приборкання кліматичних змін (увага до яких послабла у період пандемії)¹³⁵.

Складність комплексного підходу значною мірою зумовлена тим, що проблематика рівною мірою стосується всіх країн світу, а пандемія COVID-19 продемонструвала неможливість відокремлення окремих країн від глобальних ускладнень та негараздів. Так, кліматичні зміни вже мають глобальний характер, здебільшого впливаючи як на природні зміни, так і на характер ставлення людей до таких змін. Однак, позиції розвинутих і висхідних країн здебільшого різняться, у т.ч. внаслідок специфіки усвідомлення значимості змін для людства і впливу на добробут (бідним країнам важко усвідомити необхідність ще більшої бідності, а багатим – відмову від десятирічного формування власного добробуту).

Тим більша складність виникає внаслідок можливого загострення політичних суперечностей, а також неготовності владних еліт окремих країн (чи їх угруповань) визнати власну готовність чи неспроможність адекватних реакцій на глобальні чи міжнаціональні суперечності і загострення.

Оновлення глобальних викликів внаслідок коронавірусу. Між тим, **оцінки населенням** різних країн **результативності дій влади** у період загострення **помітно відрізняються**. Так, згідно з одним із широких

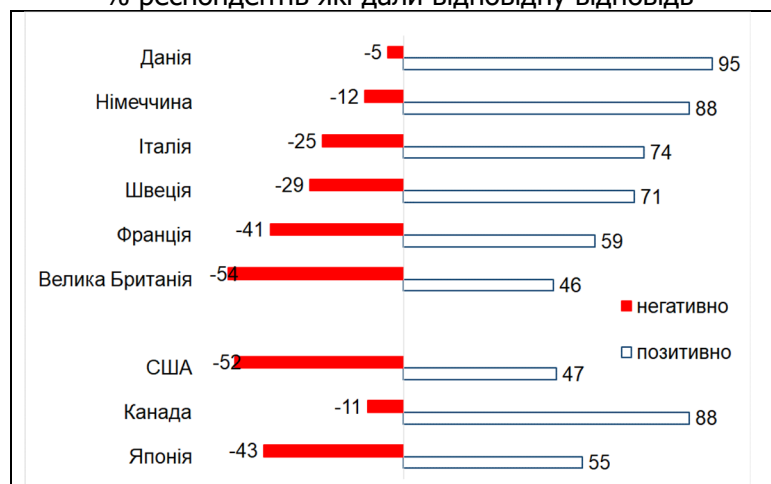
¹³⁴ ... яка найбільше зачепила США, країни ЄС, Японію, Бразилію. Водночас, Китай, країни Південно-Східної Азії значною мірою не допустили нового шокового сплеску.

¹³⁵ COVID-19 and the case for global development. – <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0305750X20301704>.

опитувань, серед розвинутих країн найбільш правильними були дії урядів європейських країн (діаграма «Оцінка дій влади проти дії коронавірусу»). Серед найбільших країн ЄС, а також у Канаді позитивно оцінювали владні дії понад 60% респондентів. Інша ж ситуація спостерігається для США і Великої Британії – понад 50% респондентів надали негативну оцінку.

Існує велика вірогідність того, що певна частина невизначеностей збережеться не лише у короткостроковому періоді (після завершення активної фази пандемії), але й у середньостроковому (навіть у випадку, коли всі або переважна більшість обмежень буде знята)¹³⁶. Це стане наслідком того, що чим довше зберігатиметься невизначеність, тим сильніше змінюватиметься поведінка людей, компаній, домогосподарств, тим відміннішими будуть стимули у частині споживання та інвестування. Якщо такі ризики «матеріалізуються» (у т.ч. через посилення «другої хвилі»), то й довгострокові негативні тиски стануть «ною реальністю» (що замкне довгострокові негативні зворотні зв'язки і вже спонукає міжнародні фінансові інститути до перегляду економічних найближчих перспектив¹³⁷).

**Оцінка дій влади проти дії коронавірусу,
% респондентів які дали відповідну відповідь**



Ситуація ще може погіршитись **внаслідок політичних подій і процесів:**

- на початку 2021р. продовжуватиметься формування нової правлячої конфігурації у США, а з тим і визначатимуться глобальні політичні та економічні пріоритети і напрями розвитку як самої країни, так і (значною мірою) світу загалом;
- Велика Британія остаточно залишить Євросоюз і формуватиме новий порядок денний партнерства і прискореного відновлення;
- восени політичні зміни вже перемістяться до Європи – парламентські вибори у Німеччині і президентські у Франції (навесні 2022р.) – що може посилити відцентрові сили, особливо, якщо не вдасться започаткувати стійке економічне відновлення ЄС¹³⁸.

Коронавірусна криза, як і більшість попередніх, проявила низку нових і незвичних особливостей, які навіть через рік після виявлення хвороби і її

¹³⁶ Global Economic Prospects. June 2020. – <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/33748>.

¹³⁷ Williams A. EBRD revises down economic forecasts amid continuing coronavirus uncertainty. – <https://www.ebrd.com/news/2020/>.

¹³⁸ Together or Alone? Choices and Strategies for Transatlantic Relations for 2021 and Beyond. – <https://www.gmfus.org/publications/>.

глобального поширення залишаються неповністю зрозумілими. Значною мірою це зумовлено не стільки безпосередньо медичними характеристиками пандемії, скільки слабкодостовірним інформаційним полем. Суперечлива інформація, яка в багатьох випадках мала негативний характер, не лише ускладнювала належний захист здоров'я, а радше «розганяла» панічні настрої у перші місяці поширення, а потім байдужі, коли ризики хвороби ще залишались високими¹³⁹. А зважаючи на слабку міжнародну скоординованість¹⁴⁰ захисних дій та заходів пошуку належних антидотів (пошук радше носив характер політизованого змагання, яка країна першою винайде потрібні ліки), годі було очікувати результативних та ефективних захисних дій та дій безпеки. Тому одним з «позитивних» наслідків поширення і протікання пандемії стало фактичне тестування сприйняття і прийняття глобального ризику в різних країнах, різними соціальними групами (у т.ч. зумовленими різним добробутом, а з тим і вищою спроможністю до державного чи самофінансування захисних чи лікувальних заходів).

Для прискорення економічного відновлення у посткоронавірусний період вже потребуватимуться дії (фіскального і монетарного характеру), завдяки яким можна було б суттєво прискорити економічну динаміку – зменшення тарифів і оподаткування операцій з міжнародної торгівлі¹⁴¹, насамперед тих, які безпосередньо стосуються експорту-імпорту медичного обладнання та устаткування, виробів, призначених для захисту особи (першочергово лікарів) від заражень, лікарських та профілактичних препаратів та ін.

Нагадаємо, у період після глобальної фінансової кризи динаміка міжнародної торгівлі суттєво послабилася. У 2020р. ситуація повторилася і загострилась ще й тому, що у попередні два роки фактично відбувалась торговельна війна (з різним ступенем інтенсивності) між двома провідними економіками світу (США і Китаєм), в яку, звичайно, були «втягнуті» практично всі країни. Протекціоністські захисні дії, (митні) обмеження торгівлі (у т.ч. на товари, які мали б допомогти протидії пандемії), посилення недобросовісної конкуренції (у т.ч. через порушення прав власності і прав інтелектуальної власності)¹⁴² – вказані і подібні заходи не рятували країни від поширення хвороби, а радше погіршували атмосферу співпраці і взаєморозуміння.

Наскільки швидко та ефективно вдасться подолати наслідки коронавірусної кризи, відновити національні економіки і втрачені міжнародні зв'язки і довіру, залежить від низки факторів і процесів, які доминуватимуть у світовій політичній та економічній сферах з самого початку 2021р. Причому *готовність* глобальної економіки до відновлення визначатиметься не лише коронавірусними викликами, але й фундаментальними політичними та економічними факторами, які формуватимуть вкрай суперечливі потреби і процеси. Деякі з них були «призупинені» коронавірусною кризою, однак

¹³⁹ How will the world be different after COVID-19? –

<https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2020/06/pdf/>.

¹⁴⁰ Слід нагадати, що, на жаль, провідні міжнародні фінансові інститути не змогли сформувати узгоджену програму належної допомоги країнам, які найбільше постраждали від коронавірусної кризи. А СОТ навіть не спромігся хоча б частково пом'якшити міжнародні торговельні суперечності чи започаткувати новий порядок денний розвитку світової торгівлі. – *Renewing multilateralism for the 21st century. The Role of the United Nations and of the European Union*, <https://www.iai.it/en/pubblicazioni/renewing-multilateralism-21st-century>.

¹⁴¹ Maliszewska M., et al. The Potential Impact of COVID-19 on GDP and Trade. – <http://documents1.worldbank.org/curated/en/295991586526445673>.

¹⁴² ... замість взаємодії – недобросовісна конкуренція, замість співпраці – хакерські спроби використати досягнення інших для демонстрації світового лідерства...

витоки і суперечності нікуди не зникли. Інші отримали додатковий «імпульс» актуалізації, і потребують реакції вже у нових (посткоронавірусних) умовах формування світогосподарських зв'язків.

Серед **«старих» проблемних сфер**, які, однак, отримали **новий простір** для розвитку виокремлюються:

- спрямованість політики нової Адміністрації США, першочергово у системі міжнародної безпеки і міжнародної економіки і торгівлі,
- американо-китайські відносини, готовність обох сторін до компромісів і співпраці чи посилення конфронтації;
- спроможність Європейського співтовариства до формування нового формату співпраці (у т.ч. з врахуванням *Brexit*) і повернення до лідерського центру вироблення і втілення політичних, інституційних та економічних глобальних трансформацій;
- (від такої спроможності залежатимуть) американо-європейські відносини, що по суті визначатиме рівень і якість трансатлантичного партнерства.

Серед проблемних сфер, які до останнього часу хоча й визнавались важливими для виживання цивілізації, однак все ж знаходились на периферії уваги (як далекострогові), насамперед, слід вказати на те, що з високою вірогідністю людство входить в епоху періодичних епідеміологічних і пандеміологічних загроз. І також вже безсумнівним є те, що, **якщо спроможність до співпраці не стане «нормою» поведінки світових лідерів, то наслідки для глобальної економіки і людства загалом можуть виявитись трагічними**. Звичайно, подібні перестороги стосуються і кліматичних змін, особливо, якщо вони спровокують потреби міграції значних людських мас.

Новий глобальний світовий простір (також як реакція на коронавірусний вплив), вірогідно, матиме тенденцію до прискорення у частині т.зв. локалізації ланцюгів доданої вартості, їх «оптимізацію» (із зорієнтованістю на внутрішніх партнерів або партнерів з близьких країн), зменшення транскордонних трансферів та ін. Якщо упродовж двох останніх десятиріч транскордонні виробничі і збутові мережі набирали обертів, то з початку торговельних воєн (2018-2019рр.) і надалі кризові обмеження суттєво змінили виробничі настрої інвесторів стосовно розміщення продуктивних сил.

У таких умовах для запобігання загальним деструктивним впливам країни, регіонально чи виробничо пов'язані угруповання, найвірогідніше, **формуватимуть власні** (і не обов'язково адаптовані до взаємодії з іншими) **інвестиційні, інфраструктурні, логістичні проекти**, які зменшуватимуть виробничі і транспортні витрати (всередині визначених угруповань) і утворюватимуть на цій основі оновлені ланцюги доданої вартості. Значною мірою це визначатиме інституційне подрібнення глобального економічного (а з тим і політичного) середовища.

Хоча далеко не завжди вказана заміна (складових виробничих мереж) взагалі можлива, проте, вочевидь, острахи нових глобальних обмежень працюватимуть на пошук шляхів у вказаному напрямі. Зокрема, намагання запобігти руйнуванню контактів, протидії протекціонізму, обмеженню тарифних впливів може стати новим полем консолідації зусиль, що, як не дивно, зможе стати середовищем протидії де-глобалізації. І важливим об'єднуючим чинником таких зусиль може стати ставлення до позиції долара

у якості головної резервної валюти або ж її (загальноприйнятої резервної валюти) адекватної заміни¹⁴³ (докладніше далі).

Слід підкреслити, що стосовно міжнародної торгівлі COVID-19 спровокував прискорення **двох «взаємодоповнюваних» тенденцій** в економічних зв'язках між країнами¹⁴⁴. *Перша* пов'язана зі зменшенням залежності у виробництві, розподілі, технологіях між провідними країнами світу, насамперед, у трикутнику США-Китай-Європа. *Друга* – взагалі стосується посиленням закритості країн, що обґрунтовується вимогами і пересторогами національної безпеки, а з тим – і міжнародного політичного співробітництва. Це може спровокувати прискорення групування країн світу навколо трьох центрів впливу, очолюваних вказаними провідними країнами, що виказуватиме деструктивний (а іноді і руйнівний) вплив на глобальну інфраструктуру і логістику. Звичайно, з часом суперечності можуть набувати навіть антагоністичного характеру, посилюючи глобальні протистояння.

Звернемо увагу, що, якщо упродовж другої половини ХХ сторіччя головним полем суперечностей і конфронтації було протистояння США-СРСР, то у першій половині ХХІ сторіччя визначальні для міжнародної політики (і економіки) центри суперечностей концентруються навколо осі США-Китай¹⁴⁵. Причому серед ключових проблемних сфер, крім економічних, не менш значимими будуть права людини, демократія, громадянські свободи. Однак, якщо стосовно протистояння США-СРСР було очевидним, що більш демократичні країни (країни Заходу) забезпечують своїм громадянам вищий соціально-економічний добробут, то сьогодні китайська модель, в рамках якої відбулося стрімке зростання виробництва і доходів у країні, вже може виступати альтернативним політичним напрямом розвитку (прискорене і міцніше зростання добробуту в авторитарній країні порівняно з західним світом).

Коронавірусна криза прискорила вже започаткований тренд на запровадження у різних країнах протекціоністських і обмежуючих заходів, насамперед у міжнародній торгівлі. Найвірогідніше, країни, як вказувалось, вдаватимуться до локалізації через формування нових (чи оновлених) митних союзів саме для посилення впливу (і налагодження взаємодії з партнерськими країнами) на ринках медичних (посилення готовності до інших атак) і аграрних (забезпечення продовольчої безпеки, у т.ч. з врахуванням можливих скорочень у поставках у кризових випадках) товарів¹⁴⁶.

Запровадження нових чи **підвищення існуючих імпорتنих тарифів**, обмеження у доступі до ринків, складнощі ведення нових переговорів, звичайно, спонукатимуть компанії до пошуку нових ланцюгів поставок і збуту, що суттєво оновить ланцюги доданої вартості. Найвірогідніше, це найбільше торкнеться американських і китайських компанії. Поки не зрозуміло, яким чином формуватимуться нові зв'язки, зважаючи на дефіцит довіри, що швидко не зникає. Однак, є підстави стверджувати, що регіон Південно-Східної Азії, де, *з одного боку*, вже зміцнились нові індустріальні країни – Сінгапур, Малайзія, Тайвань, а *з іншого* – вже заявили про себе успішні трансформаційні

¹⁴³ Is the dollar no longer king in the international economy? – <https://www.marketplace.org/2020/08/10/us-dollar-dominant-currency-euro/>.

¹⁴⁴ The effects of the coronavirus disease (COVID-19) pandemic on international trade and logistics. – <https://www.cepal.org/en/publications/>.

¹⁴⁵ Tocci N. Europe and Biden's America: Making European Autonomy and a Revamped Transatlantic Bond Two Sides of the Same Coin. – <https://www.iai.it/en/pubblicazioni/europe-and-bidens-america>.

¹⁴⁶ The COVID-19 economy: does it mean the end of globalization? – <https://www.weforum.org/agenda/2020/05/>.

країни – В'єтнам, Філіппіни, Таїланд, стане одним з найбільш привабливих для налагодження нових глобальних мереж.

І значний важливий крок було зроблено у листопаді 2020р. – 15 держав Азійсько-Тихоокеанського регіону, включно з Китаєм, підписали угоду про вільну торгівлю – «Всебічне регіональне економічне партнерство»¹⁴⁷. Головним в угоді є зниження тарифів і встановлення загальних для усіх учасників угоди правил, насамперед у торгівлі товарами і послугами, інвестиціях, е-бізнесі, телекомунікаційних послугах та ін.

Крім Китаю і країн АСЕАН угоду підписали провідні розвинуті країни регіону – Японія, Південна Корея та Австралія (що певним чином послабить домінування Китаю і збалансовуватиме інтереси учасників). Оскільки США раніше відсторонились від створення зони вільної торгівлі в регіоні – Транстихоокеанського партнерства¹⁴⁸, то Китай таким чином зміцнив регіональне лідерство.

Іншим інструментом протидії поширенню коронавірусної атаки, а також для забезпечення засобів захисту людей виступали різноманітні **експортні обмеження** і навіть заборони (експорту певних чутливих товарів). Однак, аналітичний досвід засвідчує¹⁴⁹, що експортні обмеження можуть радше мати деструктивний і дисбалансуючий ефект. Справа у тому, що запровадження експортних обмежень означає, що «надлишкова» частина вироблених товарів не може бути переміщена за кордон, а попадає на внутрішні ринки, підвищуючи тим самим пропозиції і знижуючи ціни (що, здавалося вигідно для споживачів). Однак, водночас, це означає погіршення фінансових результатів для виробників, що зменшує їх стимули для подальшого виробництва та інвестування. При цьому тарифне «відділення» виробників від зовнішніх ринків може призвести до втрати привабливих торговельних ніш. Зменшення ж «традиційних» поставок на міжнародних ринках може спровокувати негативний «панічний» сигнал, що трансформується у подібні ж експортно-обмежувальні дії інших країн.

Зрештою, шоково-кризові чинники (як традиційні, так і пандемічні) можуть підсилювати один іншого. Як наслідок, формуватиметься стійке послаблення стимулів до розширення пропозиції, що вкрай небажано у випадку глобальних негараздів, особливо пов'язаних з медичними товарами, які повинні мати вільний доступ до світових і національних соціально-економічних середовищ для забезпечення глобального попиту.

Оперативні оцінки глобальних втрат і відновлення. Глибокий коронавірусний шок, хоча й не мав упродовж останнього півстоліття прецедентів, все ж вимагав економічної оцінки. Навіть перші системні перегляди прогнозів світового розвитку (здійснені міжнародними фінансовими інститутами на початку розгортання) засвідчували, що результати 2020р. виявляться значно гіршими, ніж навіть у період глобальної фінансової кризи 2008-2009рр.¹⁵⁰

¹⁴⁷ Regional Comprehensive Economic Partnership (RCEP). – <https://www.dfat.gov.au/trade/agreements/>.

¹⁴⁸ США вийшли з проекту формування вказаного партнерства.

¹⁴⁹ COVID-19 and International Trade: issues and actions. – <http://www.oecd.org/coronavirus/policy-responses/covid-19-and-international-trade-issues-and-actions-494da2fa/>.

¹⁵⁰ Capital Flows Report Sudden Stop in Emerging Markets. – https://www.iif.com/Portals/0/Files/content/2_IIF2020_April_CFR.pdf.

Так, зокрема, якщо ще на початку 2020р., попри економічні ускладнення між США і Китаєм та посилення європейських дисбалансів, прогнозна оцінка зростання глобального ВВП року складала 2,6-2,8%, то вже у квітні – розпалі першої коронавірусної кризи – прогнози вказували на падіння близько 3% (тобто погіршення на майже 6 процентних пунктів (п.п.)). При тому, що навіть короткострокові (у сценаріях швидко (3-місячного) і подовженого (6-місячного) подолання шоку) втрати оцінювались у трильйони доларів (таблиця «Оцінка короткострокових втрат провідних країн...»¹⁵¹).

Оцінка короткострокових втрат провідних країн за швидкого і подовженого подолання кризового шоку

	\$ млрд.		% ВВП	
	швидке	подовжене	швидке	подовжене
Світ	5 797	8 790	6,4	9,7
ЄС + Велика Британія	1 719	2 610	7,7	11,7
США	1 485	2 226	7,1	10,7
Китай	1 083	1 623	7,5	11,2
Японія	324	491	5,9	8,9

В одному з інших макроекономічних прогнозів вказується, що хоча у 2021р. економічне відновлення вже відбуватиметься, однак ще не зможе «наростити» економічний рівень до докризового (темпи зростання не перевершать темпів падіння) (таблиця «Прогноз економічного зростання окремих країн»)¹⁵². І у кращому разі, за умови припинення коронавірусного шоку і відсутності нових глобальних негараздів, докризовий рівень світової економіки буде досягнуто лише у II-III кв. 2022р.

**Прогноз економічного зростання окремих країн,
% до попереднього року (середньорічні)**

	2019	2020 (о)	2021 (п)
США	2,3	-3,9	3,8
Євро-зона	1,3	-8,0	5,5
Німеччина	0,6	-6,0	4,4
Велика Британія	1,5	-10,7	5,8
Швеція	1,2	-4,0	3,5
Польща	4,1	-5,0	4,0

Підтвердженням цьому є прогнози в окремих галузях і сферах, які почали формуватися в умовах певної стабілізації (влітку - початку осені 2020р.). Зокрема, йдеться про найвагомішу сферу економіки – промисловість, прогнозні оцінки зростання якої цілком сумісні з визначеними показниками економічної динаміки загалом (таблиця «Поточні і прогнозні показники зростання світового промислового виробництва»¹⁵³). І навіть «друга хвиля» коронавірусу, хоча короткостроково призупинила відновлення, проте загалом найближчі півроку видаються позитивними для промислового виробництва.

Хоча, статистичні і прогнозні дані вказували на критичні рівні кризового шоку і досить неоднозначні результати процесів відновлення, однак визнавалося, що значною мірою процеси протікання і відновлення залежатимуть від структури національної економіки, а також тих **сфер, на яких**

¹⁵¹ An Updated Assessment of the Economic Impact of COVID-19. – ADB Brief, No 133, May 2020.

¹⁵² Global Economics Quarterly: The deluge. – Credit Suisse Investment Solutions & Products, September 2020.

¹⁵³ Credit Suisse Global Cycle Notes: Hope spring eternal. November, 2020.

першочергово буде зосереджена увага владних інститутів (на що частково вказували раніше).

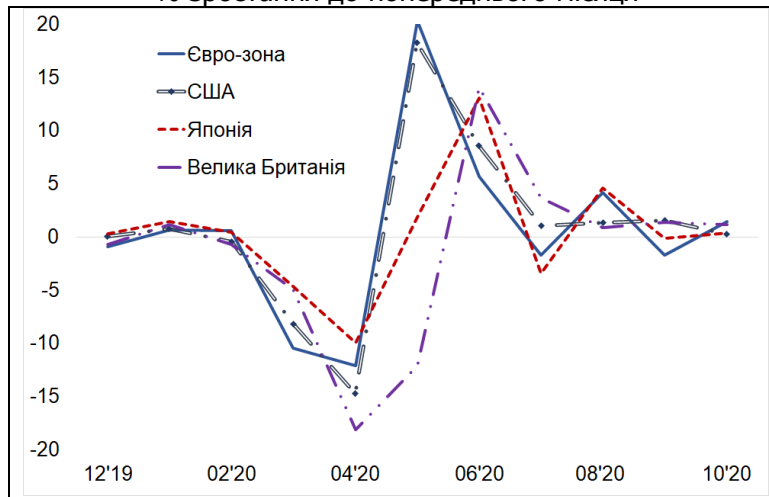
Поточні і прогнозні показники зростання світового промислового виробництва,

серпень 2020р. - травень 2021р., % до попереднього місяця

08'20	09'20	10'20	11'20	12'20	01'21	02'21	03'21	04'21	05'21	06'21
0,8	1,1	0,2	-0,7	0,4	0,2	0,3	0,9	0,7	0,6	0,6

Оскільки серед першочергових намірів національних урядів виокремлювалось недопущення (або ж мінімізація) погіршення добробуту домогосподарств (на що й були спрямовані значні ресурси), то й динаміка роздрібної торгівлі може засвідчувати результативність впроваджуваних заходів у різних країнах. Так, у провідних розвинутих країнах, які володіють значними ліквідними ресурсами (валюти центральних банків є глобальними резервними, що забезпечує стійкий попит на них), обсяги роздрібної торгівлі, які стрімко обвалились у березні-квітні (піку розгортання коронавірусного шоку), вже упродовж травня-червня відновилися, а з тим – індекси (обсяги продажів) повернулись, і навіть перевищили, докризовий рівень (діаграма «Індекс роздрібних продажів»). Подібна динаміка була характерною і для багатьох успішних висхідних країн, у т.ч. європейських (на що вказувалось раніше). І хоча «друга хвиля» очевидним чином пригальмувала споживчі настрої, проте, *по-перше*, падіння у всіх економічних сферах буде значно меншим, ніж було навесні, *по-друге* – найвірогідніше вже I півріччя 2021р. буде цілком сприятливим для стійкого відновлення.

Індекс роздрібних продажів,
% зростання до попереднього місяця



Звичайно, значною мірою цьому завдячували широкі програми підтримки домогосподарств. Насамперед, для розвинутих країн це стосується витрат на споживчі товари¹⁵⁴, що стало можливим завдяки:

- значної державної підтримки домогосподарств, зайнятості і заробітних плат,
- суттєвому зменшенню витрат на сферу послуг (у т.ч. подорожі, відпочинок, культурні заклади і ресторани), що дозволило «зеконормлені» ресурси витратити на товари,

¹⁵⁴ Див.: Credit Suisse Global Cycle Notes: Wait till next year. October, 2020.

- надзвичайно низькі процентні ставки, що дозволило розширити купівлю тих товарів, на які потребувались додаткові (до звичних) кошти,
- розширення попиту (у т.ч. завдяки програмам підтримки домогосподарств) на товари довгострокового користування, включаючи автомобілі (не новітні), будівлі, електронні товари¹⁵⁵.

Неочікувані значні втрати доходів домогосподарств, попадання працівників у стан безробіття, порушення бізнес-відносин і навіть впадання компаній у банкрутство не можуть бути швидко відновлені. Вагомим чинником протидії краховим сценаріям (під час розгортання коронавірусної кризи) виявилась **значна державна підтримка**, однак позитивні результати відновлення весни-літа 2020р. можуть перетворитись на протилежність у вигляді **боргових дисбалансів** вже на початку 2021р. А зважаючи на масовість країн, які матимуть бюджетні і фінансові ускладнення у новому році, світова фінансова система піддаватиметься значним випробуванням (насамперед, у частині платоспроможності та фінансової стійкості).

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

Так само не зможе бути відновлена довіра до можливостей влади протидіяти і унормувати соціально-економічне середовище. Що утримуватиме бізнес і домогосподарства від «звичних» споживчих витрат та інвестицій, навіть в умовах низьких біржових цін на сировинні товари. Ускладнення у зайнятості помножені на зниження доходів безпосередньо вплинуть на **фінансування людського капіталу**, втрата якого може виявитись згубною для багатьох країн, насамперед, висхідних (через нову хвилю еміграції, втрати стимулів до продуктивної діяльності та інвестиційних заощаджень). Слід визнати, що такий сценарій може розгортатись досить тривалий період часу, що матиме значний довгостроковий негативний ефект для розвитку багатьох країн¹⁵⁶.

Завершення гострої фази коронавірусного шоку влітку 2020р. ознаменувалось швидким відновленням глобального сукупного попиту, значною мірою завдяки, як вказувалось, активній підтримці бізнесу і домогосподарств у більшості країн світу. Однак, зниження обсягів підтримки і невизначеність подальших перспектив протидії коронавірусу позначилися і на динаміці попиту, який, хоча й продовжив зростання восени 2020р. (і у сукупності перевищив докризовий рівень), суттєво **послабив динаміку відновлення** (у т.ч. внаслідок ризиків невизначеності «другої хвилі»).

При цьому, проявилась ще одна вагома суперечність, яка може спровокувати нові економічні негаразди. Йдеться про те, що **відновлення сукупного**

¹⁵⁵ Зазначимо, що останнє, найвірогідніше, на початку 2021р. зазнає значних змін. Так, у США новій владній структурі США (нагадаємо, хоча вибори президента країни відбуваються на початку листопада, новий президент приймає присягу у двадцятих числах січня наступного року) потрібно буде певний час на формування нової Адміністрації, узгодження принципів роботи з обома (парламентськими) палатами, внесення відповідних бюджетних змін та ін.

¹⁵⁶ Global Economic Prospects. June 2020. – <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/33748>.

попиту значно випереджає відновлення виробництва і **відновлення пропозиції**. Цього вдається досягти за рахунок запасів і в умовах їх достатності принаймні у короткостроковому аспекті, що можливо лише у розвинутих країнах, проте у більшості висхідних це навряд чи досяжно.

Зауважимо, що відновлення глобального попиту у розвинутих країнах відбувалось переважно завдяки зростанню витрат на купівлю товарів (насамперед, довгострокових, а також автомобілів (найчастіше не нових), житлових будинків), у т.ч. завдяки можливостям інтернет-торгівлі. Однак, значні сфери залишались у депресивному стані, насамперед, це стосується сфери послуг, відпочинку, масових заходів та ін., де значною є необхідність близьких персональних контактів.

Тому, хоча започаткування відновлення є позитивною ознакою світової економіки, однак наскільки започатковані напрями відновлення є стійкими, поки не можна однозначно визначити.

Політичні чинники гальмування відновлення. Як вказано, серед головних факторів світового розвитку виокремлюються **відносини між США і Китаєм**, а їх значимість виходить далеко за межі лише посткризового відновлення. Позиції США у протистоянні з Китаєм значною мірою базуються не лише на економічних (торговельних) основах, але й політичних. В економічній частині головними конфліктними сферами сьогодні визнаються технології і фінанси, включаючи доступ китайських корпорацій на ринки капіталів США, а також входження американських компаній до раніше закритих (для іноземних інвесторів) сфер у Китаї. Водночас, дедалі більше місця у політиці США (а також ЄС) займає увага до питання прав людини та демократичних основ (у континентальному Китаї, а також нині незалежних країнах, однак на які Китай заявляє свої історичні права – Тайвань, Гонконг)¹⁵⁷.

Поряд з цим, Китай не приховує своїх намірів (і дій) стосовно:

- послаблення єдності США і ЄС (насамперед, у питаннях прав людини, захисту демократичних цінностей та ін.)¹⁵⁸,
- продовження глобальної експансії, насамперед через інвестиційне входження в окремі країни і блоки розвинутих країн, використовуючи для цього як новітні технологічні ніші, зокрема комунікаційні простори, штучний інтелект, так і стратегічні економічні ініціативи (які вже вийшли за рамки економічних), зокрема Нового шовкового шляху (*BRI*)¹⁵⁹.

Тобто, США і Китай, дві найпотужніші країни останнього десятиліття, *з одного боку*, є відвертими конкурентами (а у ряді сфер навіть антагоністами) один одного, *з іншого* – взаємозалежними (а іноді навіть партнерськими) країнами. Не секрет, що зростання і зміцнення китайської економіки відбувалось значною мірою завдяки американським корпораціям, які активно входили у привабливі китайські ринки. І навіть розгортання торговельних воєн у 2018-2019рр., а також фіскальні та інвестиційні стимулювання США залишали економіки двох країн високопов'язаними і домінуючими¹⁶⁰.

¹⁵⁷ Summary and Replay: Mid-year outlook for US elections. – <https://markets.jpmorgan.com/research/>.

¹⁵⁸ Китай в ЄС очікує отримати додаткові вигоди від *Brexit*, у т.ч. використовуючи досить значне власне інвестиційне просування у Німеччині і Великій Британії.

¹⁵⁹ CCG Bluebook Report on Chinese Enterprise Globalization 2020. – <https://mp.weixin.qq.com/s/2nZsMihE7iQJc42oXEzIw>.

¹⁶⁰ Del Pero M. The Crisis of the US-Chinese Centered Globalization. – https://www.ispionline.it/sites/default/files/pubblicazioni/ispri_report_four_years_trump_2020_0.pdf.

Так, сукупний ВВП США і Китаю сягає третину загальносвітового, країни є лідерами припливу і відпливу прямих інвестицій, витрати двох країн на потреби безпеки перевищують витрати на ці потреби решти країн світу. У Китаї сконцентровані значні виробничі потужності американських (офшорних) корпорацій, і, водночас, Китай є найбільшим утримувачем доларових резервів чи бондів Казначейства США. Крім того, дві країни генерують найбільше викидів у атмосферу, що вже визначає їх значимість у протидії глобальним кліматичним змінам. Ці та багато інших сфер вказують на те, що подальший розвиток людства значною мірою залежатиме від того, який із шляхів – конфронтації чи партнерства – оберуть дві провідні країни¹⁶¹.

Поки **перспективи американо-китайських відносин залишаються вкрай невизначеними**. Попри продовження економічної конкуренції, дедалі частіше лунають застереження у можливості і вірогідності переростання «холодної війни» у більш жорсткі форми. Хоча бажаним для світової економіки (та й політики) є створення клімату співпраці і довіри між двома найпотужнішими країнами світу (що зовсім не виключає їх конкуренції у різних економічних сферах), проте такий сценарій видається малоімовірним¹⁶². Радше слід вести мову про два основних сценарії¹⁶³:

- Закріплення співпраці у більшості економічних сфер (що, однак, вимагатиме значних компромісів та поступок, особливо з китайського боку), однак у технологічних сферах (зокрема, 5G, штучний інтелект) конфронтація не зменшиться. Хоча навіть у цьому випадку вдасться зменшити ризики для безпеки (і переростанні «холодної війни» у її «гарячий прояв»), що значною мірою залежатиме від того, наскільки обидві країни зможуть стати «взірцем» для третіх країн;
- Посилення протистояння між двома наймогутнішими країнами вимагатиме від третіх країн чіткого самовизначення з союзниками, аж до конфронтаційних проявів. Відтак, все чіткіше проявлятиметься фрагментація світового простору, і з часом принаймні два табори замикатимуться з розростанням сумнівів у спроможності світової спільноти досягти взаєморозуміння.

А результативність моделі такого розвитку значною мірою залежатиме від фінансово-економічної співпраці та координації політик США і Китаю, а також «якості» оновлених економічних союзів та утворень за участю двох найкрупніших країн світу.

Пожвавлення економічного співробітництва між двома світовими лідерами може відбутись саме у посткоронавірусний період. У той час, коли наприкінці 2020р. США і країни ЄС знаходяться під жорстким негативним тиском «другої хвилі» коронавірусу, Китаю вдалося нейтралізувати хворобу на власній території і практично відновити виробництво. У результаті у Китаї відновилось і зростання внутрішнього попиту, зросли потреби імпорту з розвинутих країн

¹⁶¹ Звичайно, значну роль у глобальному розвитку відіграють країни Європи. Так, Китай для ЄС є другим за величиною торговельним партнером, а китайські інвестиції стали лідерами на європейському континенті. Однак, не зменшуючи вагомості ЄС, тут ми акцентуємо увагу на сучасній політико-економічній домінанті взаємодії і протистоянні США і Китаю, як вирішальних для розвитку глобального світу.

¹⁶² Однією з глобальних сфер, де може відбуватись результативна співпраця, може стати протидія кліматичній кризі. США і Китай є не лише найбільшими економіками, але й найбільшими «забруднювачами» навколишнього середовища (разом виробляючи близько 40% шкідливих речовин).

¹⁶³ Lu M. Three Scenarios for Future US-China Relations: View from Beijing. – https://mp.weixin.qq.com/s/g3g5q_QrqvTAXcCRK3zTUG.

(і зростання експорту США та ЄС). Тобто Китай, а також країни Південно-Східної Азії, яким вдалося стримати «другу хвилю», можуть посприяти розширенню експорту США і ЄС, що підтримає азійські економіки. Як наслідок, відновлюватимуться і «зворотні» потоки – стабілізаційні процеси у розвинутих країнах сприятимуть їх імпорту з Китаю. Відтак, хоча політичний діалог відновлюватиметься помалу, проте економічні інтереси можуть спонукати США і Китай до прискорення результативних контактів.

Іншою політичною сферою глобального впливу є **відносини всередині ЄС і на рівні ЄС-США**. 2020р. виявився не вельми успішним для зміцнення партнерських відносин між світовими лідерами, які значною мірою визначають шляхи розвитку людства, – США і Євросоюзом. Шокова коронавірусна криза, жорсткі обмеження торгівлі, глибоке економічне падіння, посилення кліматичних дисбалансів, які супроводжувались глобальною активізацією Китаю і зростаючими технологічними протистояннями, – жоден із викликів не отримав прийнятних та ефективних підходів до вирішення¹⁶⁴.

Європейські наміри прискореного відновлення поки не виглядають надто оптимістичними. На початку вересня 2020р. були задекларовані проекти стимулювання відновлення, на що пропонувалось знайти фінансування обсягом €750 млрд. Вже саме це стане викликом для ЄС, оскільки значне розширення на наступні роки видатків бюджету ЄС вимагає окремої ратифікації парламентами усіх 27 країн ЄС.

Хоча ще одна група викликів для Європи лежить у **сфері безпеки** (у т.ч. внаслідок посилення напруженості і відцентрових процесів у Європі), проте, звичайно, безпосередньо стосується і європейської економіки та європейських фінансів. Насамперед, йдеться про поновлення партнерських відносин у НАТО. Так, вимога США до країн-членів про підвищення внеску у фінансування обороноздатності до 2% ВВП (згідно з нормативними документами) поки не отримала належної згоди і підтримки. Зрозуміло, в умовах боротьби з коронавірусом винайти додаткові кошти за спільні оборонні заходи може виявитись проблематичним.

Ще більш проблематичною (а фінансово навіть скрутною) буде спроба створення ЄС власних сил оборони і безпеки відокремлених від структур НАТО, тим більше, що нові країни-члени ЄС переважно виступають противниками такої ідеї. Суперечності можуть посилитись внаслідок переміщення американського контингенту з Німеччини до Польщі, що безпосередньо вплине на сферу обслуговування і зайнятість у ряді районів Німеччини. Втім, ця проблематика виходить за межі цього дослідження.

Для ЄС одне з вирішальних місць у розвитку його економіки посідатиме ситуація з новими **домовленостями між ЄС і США**, оскільки саме США займе визначальні позиції у світовій фінансовій системі, а також є найбільшим імпортером товарів, вироблених у ЄС. І будь-яке послаблення економічних зв'язків (у т.ч. безуспішне завершення переговорів про вільну торгівлю між ЄС і США у рамках Трансатлантичного торговельного та інвестиційного партнерства – ТТІП) може призвести до значних політичних та економічних втрат ЄС¹⁶⁵.

¹⁶⁴ Together or Alone? Choices and Strategies for Transatlantic Relations for 2021 and Beyond. – <https://www.gmfus.org/publications/>.

¹⁶⁵ Transatlantic Trade and Investment Partnership (TTIP). – <https://www.investopedia.com/terms/t/transatlantic-trade-and-investment-partnership-ttip.asp>.

Нагадаємо, прихильники ТТІП переконані, що підписання угоди про вільну торгівлю між ЄС і США стане вирішальним фактором оновлення системи світової торгівлі, посилить стимули до гармонізації правил торгівлі, зменшенні невизначеностей і суперечностей, що сприятиме глобальному зростанню і розвитку. Євро-скептики вказують на високі ризики погіршення стандартів виробництва і споживання, у т.ч. внаслідок послаблення можливостей окремих країн протидіяти агресивному просуванню американських і китайських ТНК на європейські ринки.

Тому перед європейськими країнами постає низка викликів, від яких значною мірою залежатиме економічна і політична спроможність ЄС протистояти кризовим процесам. Насамперед, йдеться про¹⁶⁶:

- Запровадження належного рівня контролю для захисту європейських компаній та інтелектуальної власності від недобросовісної конкуренції китайських корпорацій;
- Посилення єдності як в ЄС, так і НАТО для запобігання розширення китайського впливу на європейські інституції;
- Посилення взаємодії з країнами світу на основі збереження ліберальних норм і демократичних принципів, у т.ч. в рамках міжнародних інститутів.

Слід вказати, що сьогодні за послаблення позицій США у Європі і послаблення трансатлантичної єдності, нинішній цикл посилення протистоянь між США та ЄС несе у собі загрозу послаблення трансатлантичних позицій, оскільки відбувається у час прискореного проникнення Китаю до європейського економічного середовища. А протидія цьому може бути успішною лише за економічної і політичної єдності США і ЄС.

Також значними, хоча й дещо іншої спрямованості, є взаємозв'язки між США і ЄС, які можуть бути погіршені внаслідок протистояння США-Китай і вжиття обома країнами протекціоністських заходів. Так, у 2018р. на США припадало понад 17% зовнішньоторговельного обороту країн ЄС, причому 21% експортної продукції ЄС спрямовується саме на ринки США. На США припадає третина всіх накопичених у ЄС прямих інвестицій. А зниження припливу прямих інвестицій із США до ЄС безпосередньо пов'язане з податковою реформою у США у частині зниження податкових ставок на репатрійований прибуток¹⁶⁷.

Водночас, у торговельній сфері останніми роками обсяги експорту-імпорту ЄС і Китаю практично зрівнялись з відповідними показниками торгівлі ЄС-США, що підкреслює стратегічний зв'язок двох економік. Тому й погіршення глобального економічного середовища неодмінно відіб'ється на потоках ЄС-США, ЄС-Китай з очевидними значними втратами для бізнесів і домогосподарств.

Слід зробити окреме **спеціальне зауваження** стосовно *Brexit* (вихід Великої Британії із складу ЄС), який може виявитись **критичним для ЄС у його спроможності подальшого лідерства у трансатлантичній солідарності і зміцненні засад вільних ринків**. Хоча вплив виходу Великої Британії з ЄС вказує на досить значні втрати для країни, однак і ЄС очікують

¹⁶⁶ Wright T. Europe changes its mind on China. –

<https://www.brookings.edu/research/europe-changes-its-mind-on-china/>.

¹⁶⁷ Хесин Е. Экономика Европейского Союза: итоги посткризисного десятилетия. / Мировая экономика и международные отношения, 2020, №1, с.73-81.

помітні негативні наслідки. Так, для 19 країн ЄС пов'язані з торгівлею втрати оцінюються на рівні 2% ВВП, для решти – близько 1% ВВП. Частка доданої вартості експорту ЄС до Великої Британії у загальній доданій вартості складає близько 2%, при цьому відповідна частка доданої вартості експорту Великої Британії – 9%¹⁶⁸.

Хоча формат відносин між Великою Британією та ЄС поки залишається не повністю визначеним, однак, вірогідно, починаючи з 1 січня 2021р., у такій важливій сфері, як міжнародна торгівля, найближчі два роки сторони (або ж досягнення торговельних домовленостей) дотримуватимуться правил і практики режиму COT найбільшого сприяння.

Принциповим залишається питання про подальший режим торгівлі – чи часткового збереження стану, притаманного Великій Британії як колишньому члену ЄС (тим самим певним чином підпорядковуючись встановленим правилам і практикам ЄС), чи створення режиму, який нині існує між ЄС і, наприклад, Швейцарією (що все одно потребуватиме трансформаційних переговорів, хоча необхідні зміни не будуть критичними), або ж прийняти модель режиму вільної торгівлі ЄС з третіми країнами, який передбачає «гармонізацію» і все одно означає значне підпорядкування юрисдикції ЄС¹⁶⁹. Втім, можливим є варіант прискореного досягнення угоди про вільну торгівлю із США (Канадою, Мексикою) і вже з цих позицій налагоджувати сприятливі режими між Великою Британією і Північною Америкою, хоча найвірогідніше це також означатиме часткове прийняття системи регулювання США¹⁷⁰.

Напрями мінімізації макроекономічних дисбалансів. Ознакою протидії кризовим процесам в останнє десятиріччя стали зростаючі фіскальні, фінансові, монетарні дисбаланси. Якщо ще зовсім недавно (до глобальної фінансової кризи 2008-2009рр.) збалансованість бюджетів або наявність лише незначних бюджетних дефіцитів вважались необхідною умовою стабілізації (насамперед, для висхідних країн), то зростання дефіцитів державних фінансів до двозначних величин у 2020р. стало ледь не новою «нормою». Причому зростання фіскальних дефіцитів відбувалось, як вказувалось у першому розділі, внаслідок значного зростання видатків, скорочення податкових надходжень або того й іншого разом¹⁷¹.

У спеціальному жовтневому 2020р. випуску МВФ *Fiscal Monitor*¹⁷² визнається, що дисбаланси (значні дефіцити) державних фінансів головних розвинутих економік не закінчаться у 2020р., а продовжаться принаймні у 2021-2023рр. (таблиця «*Прогноз дефіцитів бюджетів узагальненого уряду*»). Стосовно ж висхідних країн, то ситуація з дефіцитами є більш невизначеною, оскільки збільшення бюджетних витрат потребує надійних джерел фінансування (навіть якщо йдеться про внутрішні джерела), а емісійне фінансування все ж несе значні макроекономічні (боргові, інфляційні, девальваційні) ризики.

¹⁶⁸ Fabry E., Bertolini M. Trade war: bad timing for Brexit 'take back control'. – Notre Europe Institute Jacques Delors, Nov. 2019.

¹⁶⁹ Baudenbache C. The choice Britain faces if it wants an EU trade deal: either EFTA, or the Ukraine model. – <https://blogs.lse.ac.uk/brexit/2020/07/21/>.

¹⁷⁰ Post-Brexit Guide: Where are we now – and how did we get here? – <https://www.euronews.com/2020/06/11/>.

¹⁷¹ Поряд з цим, зростає актуальність і необхідність розширення витрат у людський капітал, насамперед, у частині «здорової» інфраструктури, медицини, охорони і захисту людей.

¹⁷² Fiscal Monitor: Policies for the Recovery. – <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2020/09/30/>.

**Прогноз дефіцитів бюджетів узагальненого уряду,
% ВВП**

	2019	2020	2021	2022	2023
США	-6,3	-18,7	-8,7	-6,5	-5,6
Велика Британія	-2,2	-16,5	-9,2	-7,1	-5,8
Японія	-1,6	-13,0	-6,2	-3,9	-2,7
Німеччина	1,5	-8,2	-3,2	0,6	0,8
Євро-зона	-0,6	-10,1	-5,0	-2,7	-2,1

При цьому слід звернути увагу на те, що у переважній більшості країни мають намір **продовжувати реалізовувати широкі програми підтримки** окремих галузей та окремих компаній, як у формі прямих виплат і доплат бізнесу і домогосподарствам, так і формі викупу у компаній і підприємств їх боргових залучень (як зазвичай вже є на балансах). Найчастіше подібні операції з борговими цінними паперами стосуються державних цінних паперів. Це видається коректним у випадку розгортання і протидії кризі, однак у період відновлення це вже може мати ризикові наслідки, оскільки фіскальне і монетарне стимулювання часто асоціюється із грошовою емісією, а з тим – інфляцією. Передаткові канали пов'язуються з тим, що¹⁷³:

- для підтримки економіки центральний і комерційні банки «створюють» додаткові гроші, завдяки яким відбувається викуп накопичених боргів компаній, чим компанії «звільняються» від державних боргових цінних паперів з одночасним отриманням ліквідних ресурсів;
- уряди можуть збільшувати власні бюджети (видатки) і спрямовувати отримані кошти на виплати і компенсації працівникам і домогосподарствам для збереження їх життєвого рівня і купівельної спроможності;
- «створення» грошей призводить до зростання грошової маси, якої може стати «багато», що зазвичай саме й асоціюється з інфляцією.

Однак, ця класична схема передаткових каналів не спрацює у випадку глобальної коронавірусної кризи. Криза і мільйонна втрата зайнятості «автоматично» означає зменшення схильності до споживання, спонукає до збереження грошей (у т.ч. у готівковій формі) або ж вкладенні заощаджених ресурсів у довгострокові активи (придбання нерухомості, будинків, автомобілів, про що вказувалось у випадку США), що не має помітного впливу на споживчі ринки та їх цінові характеристики.

Тому **компенсація державою втрат чи недоотриманих вигод** від скорочення зайнятості у розвинутих і успішних висхідних країнах набули широкого впровадження. Однак, питання, наскільки довго зможуть тривати такі «компенсаційні» програми, залишається відкритим. Країни з достатньо збалансованими публічними фінансами, вірогідно, зможуть собі таке дозволити, вирівнюючи за рахунок державних фінансів певні компенсації від скорочення зайнятості загалом чи запровадження скороченого робочого дня працівників по всій країні¹⁷⁴. Однак, таких країн вкрай мало (скажімо, у ЄС лише країни Північної Європи, Німеччина та деякі інші можуть собі таке «дозволити»). Для більшості країн це може спричинити, *з одного боку*, нову хвилю втрат добробуту, а з тим – посилення соціальної напруженості, за якою

¹⁷³ Global Economics Quarterly: The deluge. – Credit Suisse Investment Solutions & Products, September 2020.

¹⁷⁴ Так, у США, вірогідність їх продовження суттєво знизилась внаслідок складнощів політичних узгоджень. У Німеччині оголошено про продовження таких програм на весь 2021р.

неодмінно настане суспільно-політична. *З іншого* – призведе до ще більшого розбалансування державних фінансів, що вже провокуватиме системну економічну та фінансову кризи.

Якщо стосовно інфляції ризику перебільшувати недоречно, то інша (асоційована з активною протидією кризі) складова вже визнається досить ризиковою. Йдеться про те, що **державна підтримка зазвичай асоціюється із порушеннями конкурентних середовищ**, штучним (і далеко не завжди доцільним) виокремленням окремих складових економічного середовища, а то й негативним впливом на глобальну економіку загалом (що часто зумовлено тим, що дисбаланси чи не виправдані привілеї в одних сферах чи країнах можуть продукувати подальше порушення конкурентних середовищ)¹⁷⁵. Однак, вже зрозуміло, що державна підтримка продовжуватиметься (причому, вірогідно, у досить значних обсягах) далеко за горизонт завершення коронавірусної кризи¹⁷⁶. І одним із системних довгострокових наслідків коронавірусної кризи є те, що змінюватиметься роль і значимість держави в економічних процесах, місце держави в ухваленні економічних рішень. Значною мірою останнє вже найближчим часом визначатиметься тим, яка модель глобального розвитку домінуватиме – посилення замкнутості країн чи відновлення вільних (глобальних) відкритих ринків¹⁷⁷.

Іншою сферою трансформації дисбалансів виступає зовнішньоекономічна. Причому, як не парадоксально, проте різноманітні обмеження можуть навіть знизити гостроту зовнішніх збалансувань. Так, **глобальні обмеження на експорт-імпорт** товарів, разом із скороченням обсягів для більшості країн, означають і **зменшення торговельних дефіцитів**, зменшення потреб у необхідних (для їх фінансування) ресурсів, а відтак – зменшення боргів. А падіння вартостей на нові залучені ресурси (ставок кредитування) ще й означає послаблення боргового тиску і вартості обслуговування. Звичайно, доступ до фінансових і капітальних світових ресурсів можуть мати лише ті країни, які не вважаються надмірно заборгованими.

Слід звернути увагу на те, що, згідно з макроекономічними балансами, фінансування зовнішньоторговельних дефіцитів або значні виплати за зовнішніми боргами можуть успішно здійснюватись за рахунок припливу капіталів, насамперед інвестиційних. Однак, вкрай **обережне ставлення інвесторів до входження у нестійкі висхідні країни**, яке зберігатиметься упродовж достатньо довгого періоду, ускладнюватиме залучення капіталів у такі країни. Це означатиме, що на фінансування зовнішніх дефіцитів (які швидко навряд чи зможуть бути знижені) країни змушені будуть використовувати резервні активи, що наслідками вже може мати валютний і фінансовий шок, з подальшим погіршенням макроекономічних складових і можливостей відновлення. Тому країни мають заздалегідь або потурбуватись про пошук належних валютних ресурсів, або ж різко зменшити імпорт, принаймні некритичного характеру.

Ще одним напрямом послаблення зовнішньоекономічних дисбалансів традиційно виступає девальвація національної валюти (що часто є природнім

¹⁷⁵ The impact of the coronavirus (COVID-19) crisis on development finance. – <https://read.oecd-ilibrary.org/view/>.

¹⁷⁶ Fabry E. Framing the state aid debate for the post-COVID era. – <https://institutdelors.eu/en/publications/>.

¹⁷⁷ Докладніше див.: Економічні свободи для зміцнення соціально-економічного розвитку України в умовах глобальних трансформацій. / К.: Заповіт, 2020.

процесом для висхідних країн). Вважається, що послаблення національної валюти може покращити експортні умови для країни, а також прискорити процеси імпортозаміщення (*expenditure switching*¹⁷⁸). Однак, необхідною умовою для цього є збереження зовнішнього попиту на вироби (і послуги) національної економіки. Що зовсім не так у випадку світової (коронавірусної) кризи і глобального зниження сукупного попиту (у т.ч. внаслідок обмежень транскордонних переміщень. Тобто у кризових умовах негаразди (особливо для висхідних країн) можуть накопичуватись не лише внаслідок втрат у торгівлі, але й неможливості «управління» такими втратами.

Подібного характеру ризику можуть стосуватись і тих висхідних країн, які є великими експортерами сировинних та енергетичних ресурсів. Зокрема, країни-експортери нафти і газу, вартість яких на світових біржах у період кризи суттєво знижується, також значно втрачуть в експортних надходженнях, які часто відіграють вагомий роль у державних фінансах. Тобто, і у такому випадку зовнішній шок матиме значно ширші наслідки, ніж безпосередні економічні втрати від коронавірусного шоку.

Традиційно, серед капітальних ресурсів, які дозволяють країнам відносно швидко фінансувати торговельні дефіцити і які до того ж значно надійнішими порівняно з борговими інструментами, виокремлюють інвестиційні, насамперед, прямі інвестиції (ПІІ), які найбільше піддані ризикам, безпосередньо зумовленим коронавірусною кризою. Однак, є й інша, не менш важлива, складова. Справа у тому, що розгортання кризи відбувалося у період, коли потоки ПІІ демонстрували найслабші результати за десятиліття, що минуло з глобальної фінансової кризи. Тобто інвестори вже діяли у напрямі згортання зовнішньої інвестиційної активності, а пандемія лише посилила негативні настрої і сценарії¹⁷⁹.

Подібні ризики і перестороги були характерні для всього 2020р., що дало підстави міжнародним аналітикам стверджувати, що навіть за оптимістичних сценаріїв економічного відновлення, потоки ПІІ у 2020р. зазнали зниження приблизно на третину (наприкінці 2020р. повні дані ще були відсутні), у т.ч. внаслідок необхідності перенаправлення ресурсів на збереження життєдіяльності підприємств і добробуту працівників, а також системи державних фінансів, на що спрямувалась частина виручки чи прибутку.

А тому є підстави стверджувати, що **у посткризовий період обсяги інвестиційних ресурсів будуть значно меншими порівняно з попередніми роками**, і так (зменшені) показники утримуватимуться принаймні кілька років (інвестиційні витрати бізнесу будуть відновлюватись досить обережно і будуть значно поступатись споживчим витратам домогосподарств). Тому більш важливим і результативним (для розвитку світової економіки) будуть інвестиції в окремі «проривні» сфери, від прискорення і зміцнення яких значною мірою залежатиме успішність трансформацій (чи реформи) у найвагоміших сферах реальної економіки. Серед таких головних сфер виокремлюється енергетична, у якій створюватиметься базис для збалансованого стійкого розвитку (у довгостроковій перспективі), у т.ч. завдяки формуванню нових кліматичних умов (більш сприятливих для людства).

¹⁷⁸ Adler G., et al. Dominant Currencies and External Adjustment. – <https://www.imf.org/en/Publications/Staff-Discussion-Notes/Issues/2020/07/16/>.

¹⁷⁹ Foreign direct investment flows in the time of COVID-19. – https://read.oecd-ilibrary.org/view/?ref=132_132646-g8as4msdp9&title=Foreign-direct-investment-flows-in-the-time-of-COVID-19.

Звернемо увагу на наступне¹⁸⁰:

- нові енергетичні підходи дозволять на національному і регіональному рівнях створити економічні структури більш сприятливі для зростання і розвитку;
- інвестиції у нові енергетичні структури підтримуватимуть довгострокову економічну динаміку;
- за оцінками, кожен мільйон доларів, інвестований у відновлювальну енергетику, створює принаймні 25 робочих місць (порівняно з 10 місцями при інвестуванні в енергетичну ефективність) та ін.

Навіть у цьому «звуженому» контексті інвестиції в енергетичну сферу (а з тим – комунальну і транспортну інфраструктуру) виявляють кращий позитивний вплив на економічну структуру загалом, посилення її довгострокової стійкості, ніж «традиційні» інвестиції в основний капітал. Водночас, це може сприяти оновленню ланцюгів доданої вартості у напрямі, вигідному для національної економіки. Зорієнтованість на локальну «нову енергетику» є безпосереднім чинником локалізації виробництва загалом, фінансової спрямованості на забезпеченість внутрішніми ресурсами, у т.ч. робочою силою (про що докладніше далі).

Поряд з цим, досвід попередніх криз демонструє і можливі позитивні процеси, що зможуть повторитись і у посткоронавірусний період. Компанії, у т.ч. малі і середні підприємства, які є підрозділами або «дочірніми» частинами міцних бізнес-проектів, часто мають доступ до додаткових ресурсів («материнських» компаній), які вони можуть використати у період кризових ускладнень. Це один з найвагоміших факторів міцності підприємств і компаній у висхідних країнах, завдяки яким і національні компанії, залучені до ланцюгів доданої вартості, можуть легше подолати кризові ускладнення¹⁸¹.

Слід нагадати, що посткризовий період зазвичай характеризується **посиленням нерівномірності економічного відновлення**, що значною мірою залежить від макроекономічної структури формування ВВП. Справедливим також є те, що й сама макроекономічна структура залежить від привабливості тих чи інших секторів економіки, міжнародних торгівлі та інвестицій.

Тому не викликає подиву, що попри глобальні ускладнення виокремлюються компанії, які досягли процвітання в умовах пандемії (найчастіше – це глобальні транснаціональні корпорації). Так, *Financial Times* представив рейтинг світових компаній, яким вдалося на мільярди наростити власну капіталізацію. Важливо зазначити, що у вказаному рейтингу у першій двадцятці знаходяться 13 корпорацій США, Китаю – 5, Канади і Німеччини по одній (таблиця «*Світові компанії, які отримали найбільші вигоди упродовж коронавірусної кризи*»¹⁸²). Звичайно, найуспішнішими виявилися компанії, які працюють у сферах інформаційно-комунікаційних технологій, комп'ютеризації, дискреційних товарів чи послуг (*consumer discretionary products*¹⁸³), е-комерції та е-

¹⁸⁰ Post-COVID recovery: An agenda for resilience, development and equality. – <https://www.irena.org/publications/2020/Jun/Post-COVID-Recovery>.

¹⁸¹ Foreign direct investment flows in the time of COVID-19. – <https://read.oecd-ilibrary.org/view/>.

¹⁸² Prospering in the pandemic: the top 100 companies. – <https://www.ft.com/content/844ed28c-8074-4856-bde0-20f3bf4cd8f0>.

¹⁸³ ...товари і послуги, які не є першочергово необхідними для споживачів, однак є бажаними і можуть бути придбаними тільки-но дозволяє дохід у розпорядженні. Часто

консультацій, ігрових е-розваг. Цікаво також зазначити, що замикає сотню найбільш успішних компаній американська Teladoc Health, яка надає широкі послуги у сфері телемедицини (насамперед, онлайн консультації лікарів, оскільки люди зазвичай намагаються уникнути госпіталізації).

Світові компанії, які отримали найбільші вигоди упродовж коронавірусної кризи

	<i>Країна</i>	<i>Сектор</i>	<i>Ринкова капіталізація, \$ млрд.</i>	<i>Нарощений капітал, \$ млрд.</i>	<i>Зростання капіталу, %</i>
1. Amazon	США	Дискреційні товари і послуги	1 317,3	401,1	43,8
2. Microsoft	США	Технології	1 473,0	269,9	22,4
3. Apple	США	Технології	1 523,9	219,1	16,8
4. Tesla	США	Дискреційні товари і послуги	183,8	108,4	143,8
5. Tencent	Китай	Комунікаційні послуги	550,9	93,1	20,3
... 18. Audi	Німеччина	Дискреційні товари і послуги	76,3	37,8	98,4
... 100. Teladoc Health	США	Медичні послуги	14,3	8,2	136,0

Важливою складовою зростання значимості послуг (у світовій торгівлі) і зміцненні позицій США у цій системі є вплив на валютну динаміку¹⁸⁴. Оскільки попит на послуги (США) зростатиме, це покращуватиме торговельний баланс країн (експортерів послуг, серед яких виокремлюється США), позитивно впливаючи на вартість відповідної валюти. Це може відігравати вагомий роль у зміцненні провідних світових (насамперед, резервних) валют, а серед провідних – долара. Між тим, як вказувалось, дискусії навколо долара не припиняються.

Якщо розглядати вірогідність послаблення значимості долара, звичайно, потрібно **визначатись із альтернативним активом, який зможе домінувати у якості «світових грошей»**. Часто вказують на наступні альтернативи (не претендуючи на їх повноту)¹⁸⁵:

- євро – друга за значимістю світова валюта, яка досить широко (хоча й значно менше, ніж долар) використовується як у валютних операціях, так і в резервах національних банків. Однак, *по-перше*, останніми роками політична стабільність у ЄС піддається значним випробуванням (наростанням відцентрових сил). *По-друге*, Європу очікує і посилення економічних невизначеностей, внаслідок *Brexit*. *По-третє*, для того, щоб дійсно замінити долар, необхідним є

включаються технологічні товари довгострокового використання, брендовий одяг, розваги і відпочинок, автомобілі.

¹⁸⁴ Adler G., et al. Dominant Currencies and External Adjustment. –

<https://www.imf.org/en/Publications/Staff-Discussion-Notes/Issues/2020/07/16/>.

¹⁸⁵ USD forecast: why is the dollar the world's currency? –

<https://capital.com/usd-forecast-can-the-dollar-crash-in-2020>.

- розвинутий, ліквідний і стійкий ринок цінних паперів, номінованих у євро (чого поки немає)¹⁸⁶;
- китайський юань – валюта економічно другої найбільшої країни світу поки не є вільноконвертованою, знаходиться під владним контролем і періодично використовувалась (шляхом неринкової девальвації) для отримання конкурентних зовнішніх переваг. Крім того, юань займає лише близько 2% у активах центральних банків. І хоча юань увійшов до кошика валют МВФ, проте ще не став (і найближче десятиліття, вірогідно, не зможе стати) визнаним світовим активом;
 - різноманітні криптовалюти (насамперед, *Bitcoin*) – хоча почали активно використовуватись валютними трейдерами, у т.ч. у спекулятивних цілях, однак висока волатильність динаміки і невизначеність довгострокового попиту не дають підстав вбачати у криптовалютах заміник долару. Більше того, за оцінками міжнародних фахівців, чим довше криптовалюти будуть привабливими для трейдерів з метою отримання швидких прибутків, тим менше вони будуть готовими замінити долар у комерційних та інвестиційних цілях і стати резервним активом.

Зайнятість. Коронавірусна криза вже здійснила суттєві трансформації у ринку робочої сили. У перші ж місяці розгортання кризи і запровадження значних обмежень на пересування людей виникла ціла **«стратегія» формування позаофісної чи «домашньої» роботи**. Більше того, спостереження навіть продемонстрували, що переорієнтація значних видів робіт на роботу з дому чи у домашніх умовах може навіть покращувати результативність та ефективність (у т.ч. внаслідок вивільнення часу, який витрачався на дорогу до офісу у не найкращих транспортних умовах, а також завдяки зменшенню витрат на оренду чи придбання офісних приміщень та ін.). Так, зокрема, дослідження у США, які враховували вплив COVID-19, продемонстрували, що 37% робіт можуть бути виконані з дому¹⁸⁷.

Звичайно, значною мірою це залежить від галузі чи виду діяльності, а також територіального розташування. Серед робіт, які легко можуть бути зорієнтовані на «домашні» умови виокремлюються освіта¹⁸⁸, професійні, наукові, технічні, інформаційні послуги, фінанси і страхування. Найменш «придатні» для віддаленості вважаються транспортні і комунальні послуги, роздрібна торгівля і харчова промисловість, сільське господарство. Узагальнюючи, йдеться про те, що **крім традиційної «поляризації» за доходами, можливим стане новий простір розмежувань працівників** (а з тим і їх заробітної плати і доходів загалом, що виявиться особливо «болючим» для висхідних країн¹⁸⁹):

- тих, хто вже оволодів або швидко оволодіває сучасними комп'ютеризованими і технологічними навичками (на базі високої якості освіти, маючи досить високу інтелектуальну спроможність, доступ до системних комунікаційних мереж), а з тим і кваліфікацію і продуктивність;

¹⁸⁶ Is the dollar no longer king in the international economy? – <https://www.marketplace.org/2020/08/10/>.

¹⁸⁷ COVID-19, Technology, and Polarizing Jobs. – ADB Brief, No147, August 2020.

¹⁸⁸ ...хоча позиції і ставлення до офлайн освіти є вкрай неоднозначними, проте це предмет окремого обговорення (виходить за рамки цієї публікації).

¹⁸⁹ Das M. Automation and job displacement in emerging markets: New evidence. – <https://voxeu.org/article/automation-and-job-displacement-emerging-markets>.

- а також тих, хто зайнятий у працеінтенсивних сферах (традиційні послуги – ресторани, роздрібна торгівля, ручна і рутинна товарна робота), а також у сфері неформальної зайнятості (будівництві, гуртових поставках та ін.)¹⁹⁰.

Працівники першої групи відносно легко зможуть адаптуватись до нових виробничих середовищ і покращувати власний добробут, закріплюючись у середньому і вищому середньому класі. Решта ж матимуть значно менші можливості покращення добробуту, а відтак їх (та їх сімей) життєвий рівень погіршуватиметься. Наслідки не забаряться, насамперед, зважаючи на посилення майнового і соціального розшарування, що, своєю чергою, провокуватиме і політичну нестабільність.

І простір для усунення такого сорту розмежувань виявляється хоча дуже вузьким, проте достатньо зрозумілий – не відкладаючи розробляти і впроваджувати програми підготовки і перепідготовки більшості працівників до нових умов праці. Причому такі програми повинні мати високу «концентрацію» – чітко враховувати вікові відмінності, природні спроможності, інтелектуальну готовність та ін., що, звичайно, вимагає і значних інвестицій як у технічні, так і підготовчі процеси впровадження і засвоєння широкого використання інформаційно-комунікаційних технологій.

Однак, зменшення людських контактів навряд чи може розглядатись як безумовне благо для всіх. Радше можуть зрости потреби соціальної адаптації до низького рівня міжлюдських контактів (соціальна недостатність). Водночас, у багатьох країнах вже отримали розповсюдження не лише «віддаленість» роботи окремих працівників, але й скорочення робочого часу, проведеного в офісах. Частково це може сприяти послабленню соціальної недостатності, однак може виявитись неприйнятним, якщо супроводжуватиметься зниженням оплати праці. У будь-якому випадку структура ринку праці набуде інших характеристик.

Слід мати на увазі, що певна частина працівників, які тимчасово залишились поза безпосередньо виробничою діяльністю (у т.ч. завдяки програмам підтримки), може залишити звичну діяльність і не повернутись на «звичні» робочі місця (зайнявшись пошуком нових видів діяльності, а то й зовсім «перейшовши» у категорію незайнятих).

У будь-якому випадку, вже зрозуміло, що **необхідною (але не достатньою) умовою** цивілізаційного входження працівників у посткоронавірусні ринки праці є **комп'ютерна грамотність** або, принаймні, готовність до системного перенавчання у епоху настання цифровізаційних викликів.

Тому ряд аналітиків¹⁹¹ і відносять до «позитивних» (коронавірусних) наслідків для національних і світової економіки прискорення цифровізації¹⁹², яка стала частковою відповіддю на виклики, згенеровані необхідністю прискорення продуктивності в умовах виробничих і соціальних обмежень контактування людей. Йдеться не лише про нові технологічні можливості, скільки необхідність переходу на інші моделі праці, зумовлені потребами охорони

¹⁹⁰ COVID-19, Technology, and Polarizing Jobs. – ADB Brief, No147, August 2020.

¹⁹¹ Див., зокрема: Digital technologies – actions in response to coronavirus pandemic. – <https://ec.europa.eu/>. Coronavirus: the unexpected catalyst for digitisation. – <https://www.reply.com/en/>.

¹⁹² Докладніше див.: Пищуліна О. Цифрова економіка: тренди, ризики та соціальні детермінанти. / К.: Центр Разумкова, 2020.

здоров'я і безпеки людей. Причому, як вказувалось, упродовж коронавірусної кризи є численні свідчення того, що **продуктивність праці (при дистанційній роботі) в багатьох випадках не погіршилася**, порівняно із «звичайним» порядком офісної діяльності.

У зв'язку з цим, є підстави стверджувати, що вказане очікуване поширення цифровізації ще більшою мірою прискорить інтерес до розширення виробництва і торгівлі послугами. Нагадаємо, що лідерські позиції у сферах вироблення послуг (насамперед, комп'ютерній, інформаційній, фінансовій, діловій), а з тим й їх експорту, займають США – останніми роками експорт послуг США складає 14-15% світового. Тому й розширення їх (послуг) значимості в епоху стрімкої цифровізації, звичайно, і зміцнить позиції США у глобальній економіці загалом.

Тобто очікуються значні зміни, можливі у частині людської «цифровізованої» поведінки, у т.ч. у системі освіти, консультацій (насамперед, медичної і безпекової), інтелектуального обміну (телеконференції, онлайн підвищення кваліфікації та ін.). А подальше розширення штучного інтелекту, автоматизації, роботи із великими базами даних спонукатиме і до вищої готовності застосування цифрових технологій у виробленні і впровадженні рішень, у т.ч. державного рівня. Це може виявитись критичним моментом для ряду висхідних країн, які будуть спроможні провести за відносно короткий час навчання¹⁹³ і перенавчання громадян країни в умовах цифровізації.

Глобальний індекс цифрової готовності 2019

	Загальна оцінка	Базові умови*	Державні та приватні інвестиції	Легкість ведення бізнесу	Людський капітал	Сприятливість для стартапів	Поточна технологічна забезпеченість**	Технологічна інфраструктура
США	19,03	3,81	2,29	3,41	3,21	1,4	2,22	2,69
Швеція	18,42	3,95	2,31	3,72	3,72	1,01	1,75	2,41
Японія	17,69	3,98	1,95	3,44	3,25	0,89	1,69	2,49
Велика Британія	17,86	3,91	1,87	3,6	3,21	1,25	1,63	2,39
Канада	17,33	3,91	1,78	3,27	3,32	0,70	2,05	2,30
Польща	14,94	3,75	1,51	2,89	3,1	0,35	1,31	2,03
Китай	13,22	3,65	0,97	2,98	2,7	0,68	0,97	1,28
Україна	11,47	3,54	0,92	1,85	2,79	0,26	1,09	1,02

* Базові умови включають оцінку якості та тривалості людського життя, доступ до найважливіших побутових послуг (питна вода, електроенергія).

** - Поточна технологічна забезпеченість визначає наявність та доступ у країні до цифрових продуктів та послуг, зокрема через мобільні телефони, інтернет та ін.

З метою оцінки рівня розвитку і потенціалу країни до запровадження і використання сучасних цифрових технологій було розроблено т.зв. **Глобальний індекс цифрової готовності**¹⁹⁴, тобто готовності країни бути ефективно залученою до цифрової економіки. Узагальнена оцінка

¹⁹³ Коронавірусна криза зробила те, що, здавалось, неможливим у багатьох країнах. Упродовж всього кількох місяців освіта практично була трансформована у е-освіту, стрімко прискорила засвоєння знань і набуття досвіду не лише у школярів і студентів, але й їх батьків, вчителів та викладачів.

¹⁹⁴ Cisco Digital Readiness Index. –

<https://www.cisco.com/c/en/us/about/csr/research-resources/digital-readiness.html>.

визначається за 7 складовими, що характеризують різні аспекти економічного, інституційного та інфраструктурного розвитку країни.

Звичайно, розвинуті країни займають лідируючі позиції у запровадженому рейтингу цифрової готовності (таблиця «Глобальний індекс цифрової готовності 2019»)¹⁹⁵. Зауважимо, що Україна, маючи загалом оцінки близькі до середніх¹⁹⁶, найпомітніше поступається країнам-лідерам в інвестиційній сфері, підтримці стартапів, а також легкості ведення бізнесу. Зрозуміло, без реформувань у відповідних сферах Україна залишатиметься на другорядних ролях.

Наслідки коронавірусного шоку і напрями дій економічної політики.

З початку розгортання коронавірусної кризи переважна більшість урядових і неурядових організацій, у т.ч. Центр Разумкова, проводили аналіз динаміки, ризиків і викликів, а також брали участь у виробленні антикризових рекомендацій. Хоча результати і висновки різнилися, проте є певна згода стосовно того, що **країнам крайніх песимістичних сценаріїв вдалося уникнути**, однак і оптимістичні не виправдалися (або ж їх не вдалося належно реалізувати з різних причин).

Значною мірою це зумовлено тим, що, попри глобальний характер пандемії, *по-перше*, у світовому середовищі (у т.ч. геоекономічному) **продовжували домінувати геополітичні інтереси окремих країн** (і слабо враховувались завдання співпраці на подолання коронавірусного шоку), що суттєво ускладнювало спільні антикоронавірусні заходи¹⁹⁷.

Слід мати на увазі, що, навіть отримавши порозуміння в економічній сфері, результативність дій урядів може бути суттєво ускладнена внаслідок **політичних чинників**, у т.ч. внаслідок того, що у багатьох країнах значний політичний вплив останніми роками отримали популістські уряди. Тому, зважаючи на високу інерційність суспільно-політичних процесів, далеко не зрозуміло, як «накопичені» політичні і політизовані ускладнення, зможуть бути мінімізовані у посткоронавірусний період для досягнення взаємодії між країнами.

По-друге, країни ще **не мали належного «імунітету»** від всеохоплюючого і синхронного пандемічного шоку, а тому наміри і заходи далеко не завжди враховували динаміку розвитку окремих сфер та галузей, наслідків глобального обмеження мобільності людей, фактичного блокування багатьох видів сфери послуг, швидких трансформацій ринку зайнятості та ін.

По-третє, і донині нема єдності чи згоди стосовно того, **як політична система чи політичний устрій здатні ефективніше впливати на протидію чи нейтралізацію пандемічного шоку**. Як вказувалось, «крайніми» тут можуть слугувати «китайська» модель, якій притаманні автократичні риси, чи «демократична», яка характеризується максимальним дотриманням громадянських і особистих прав і свобод (врізка «Результативність жорстких заходів»)¹⁹⁸.

¹⁹⁵ Найвищі показники мають країни Північної Америки і Північної Європи, азійські «тигри».

¹⁹⁶ Максимальна оцінка – 25, жодна з країн не має абсолютних показників ні загалом, ні за компонентами. Середня узагальнена оцінка 2019р. – 11,90.

¹⁹⁷ Kawai M. Geoeconomic Observation on COVID-19. – <https://www.jfir.or.jp/e/commentary/200603.html>.

¹⁹⁸ Див., зокрема, IMF: Policy responses to COVID-19. – <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/>.

РЕЗУЛЬТАТИВНІСТЬ ЖОРСТКИХ ЗАХОДІВ

Антикоронавірусні заходи у різних країнах мали різний рівень «жорсткості». Так, Китай на початковому етапі «фільтрував» інформацію про поширення хвороби, що не дозволило вчасно запровадити заходи, спрямовані проти глобального поширення хвороби. Водночас, Китай досяг високої результативності у локалізації хвороби на власній території, запровадивши жорсткий карантин як на окремих територіях, так і стосовно цілих груп населення. Такі заходи дозволили швидко локалізувати негативні наслідки і вже за кілька місяців «повноцінно» відновити економічну діяльність¹⁹⁹.

У демократичних розвинутих країнах, які не могли запроваджувати масових заборон і національних карантинів, у т.ч. для недопущення порушень прав людини і суспільства, протидія коронавірусній кризі виявилася менш успішною, хоча у короткий час їй вдалося відновити економічну активність, у т.ч. завдяки значним фінансовим і монетарним стимулюючим заходам (реалізація яких у висхідних країнах суттєво ускладнена).

Політичний мотив у діях влади виявився не менш значимий, ніж економічний. Розвинуті країни, не допускаючи жорстких обмежень прав людини, сподівались на успішність завдяки прозорості влади, широким рекомендаціям поведінки, сподіванням на свідомість громадян та ін. На практиці значна частка сподівань не виправдалася.

Навіть ті європейські країни, які є взірцями демократії і яким на початку розгортання пандемії завдяки частковим обмеженням вдалося суттєво локалізувати поширення хвороби, все ж не змогли уберегтися від «другої хвилі» (навіть Швейцарії, яка серед європейських країн виглядає чи не найкраще у протидії поширенню коронавірусу) (діаграма «Кількість нових захворювань у Китаї і Швейцарії»).



По-четверте, **жоден міжнародний інститут**, включно зі Світовим банком, ООН чи Охорони здоров'я, **не спромігся стати антикоронавірусним центром** чи координуючим центром протидії пандемії. Хоча природно увага розвинутих країн була зосереджена на національних потребах, однак, водночас, значна частина висхідних країн не могла розраховувати на належну допомогу (чим вдало скористався Китай, який, запровадивши т.зв. «маскову

¹⁹⁹ Докладніше див. статтю О.Саліхової «Антикризова економічна політика Китаю в умовах COVID-19: заходи та результати», розміщену в цьому виданні.

дипломатію»²⁰⁰, значно зміцнив свої позиції у країнах Південної Америки, Східної Азії та Африки.

Відсутність належної допомоги **висхідним країнам** означає поглиблення (і так болючої) боргової проблематики²⁰¹. Тут вкажемо лише на **три напрями негативного впливу**²⁰²:

- значні обсяги утікання капіталів з висхідних країн. Безпосереднім наслідком чого стане девальвація національних валют, розширення зовнішньоекономічних дисбалансів, подорожчання обслуговування наявних зовнішніх боргів і послаблення доступу до нових запозичень;
- потреби продовження і навіть розширення (у коротко- і середньостроковій перспективі) ресурсів на соціальний захист і допомогу постраждалим від COVID-19 вимагатиме збільшення державних видатків як на охорону здоров'я, так і на упереджувачий захист від нових кризових хвиль. Внаслідок фінансових обмежень на такі ресурси, уряди (з високою вірогідністю) стикнуться із соціальними збуреннями;
- чи не єдиним (потенційним) джерелом ресурсів для уряду можуть стати податки. Однак, у посткоронавірусний період, принаймні перші кілька років, слід очікувати зменшення надходжень від оподаткування (виробництва, доходів, імпорту), що підштовхуватиме уряди до вимушеного розширення (дорогих і не завжди доступних) боргів.

Найвірогідніше, зважаючи на численні повідомлення про створення ефективної антикоронавірусної вакцини, у I-II кв. 2021р. слід очікувати щеплень проти пандемії у всіх країнах. Це стане надійним сигналом для бізнесу і домогосподарств про завершення коронавірусної кризи, прискорить відновлення промисловості і (у меншому ступені) сфери послуг (особливо у частині, яка передбачає безпосереднє контактування людей).

Вказане також означає, що загалом динаміка глобального ВВП дещо поступатиметься динаміці промислового виробництва²⁰³). Поряд з цим, може прискоритись зростання у сферах, в яких активно використовуються інструменти, пов'язані з цифровізацією, що, водночас, **прискорить зміни у структурі глобальної економіки**.

Зрозуміло, країни матимуть винаходити власні шляхи посткоронавірусного одужання. Водночас, провідні країни світу, насамперед, США, слугуватимуть «центром тяжіння» глобального економічного відновлення, а **успішний досвід розвинутих і висхідних європейських країн повинен би допомогти й Україні** сформувати і втілити результативну та ефективну посткризову політику відновлення і розвитку.

²⁰⁰ Fuchs A. China's mask diplomacy: Political and business ties facilitate access to critical medical goods during the coronavirus pandemic. – <https://voxeu.org/article/china-s-mask-diplomacy>.

²⁰¹ Rucaj E., et al. Understanding global debt: Relieving the COVID-19 impact on the most vulnerable. – <https://blogs.worldbank.org/opendata/>.

²⁰² COVID-19 and the case for global development. – <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0305750X20301704>.

²⁰³ Credit Suisse Global Cycle Notes: Hope spring eternal. November, 2020.

5. Короткостроковий прогноз економіки України

У попередніх розділах було представлено аналітичний огляд викликів, головних результатів економічного розвитку у період розгортання коронавірусної кризи 2020р., а також важливих напрямів заходів і дій, спрямованих на відновлення і на прискорення світової економіки загалом, а також окремих провідних країн, що, зокрема, мають вплив на розвиток України.

У цьому ж розділі увага зосереджується на макроекономічних процесах в Україні з урахуванням і залежно від впливу змін у світовій економіці та дії системних глобальних факторів, на основі яких здійснюється макроекономічний прогноз країни на 2021р. Зважаючи на невизначеності продовження пандемії коронавірусу, головний акцент зроблено на макроекономічних тенденціях (світових і національних), а також вже встановлених стійких (довгострокових) взаємозв'язках між головними макроекономічними показниками та індикаторами для випадку України. Наші раціональні припущення (стосовно динаміки головних макроекономічних складових) дозволяють (на основі виокремлених тенденцій і напрямів дій) визначити складові, що формують напрям розвитку вітчизняної економіки. Тому, попри збереження негативних чинників (зовнішніх і внутрішніх), врахування поточних і сезонних трендів (у т.ч. у базисних галузях і сферах) можна **зробити обережний прогноз** стосовно того, що у 2021р. Україна спроможеться досягти незначного позитивного результату – реальний ВВП зросте на 2,5%²⁰⁴.

Потреби для країни виходу з кризових циклів. Занурення України у чергову кризову хвилю у 2020р. не стало надзвичайною подією, а було цілком очікуваним (навіть, якби не стався коронавірусний шок). Хоча показники зростання реального ВВП, порівняно з відповідними показниками попереднього року, у першій половині 2019р. виглядали «нормально», проте надалі квартальна динаміка засвідчувала **послідовне послаблення економіки**, обвал якої припав (як і у більшості європейських країн, внаслідок коронавірусного шоку) на II кв. 2020р. (таблиця «*Квартальне зростання реального ВВП*»)²⁰⁵.

Квартальне зростання реального ВВП, 2019-2020рр.

	I'19	II'19	III'19.	IV'19	I'20	II'20	III'20
% до відповідного кварталу попереднього року	2,9	4,7	3,9	1,5	-1,3	-11,4	-3,5
% до попереднього кварталу з урахуванням сезонного фактору	0,8	1,0	0,3	0,0	-0,7	-9,9	8,5

Українська економіка вже входила у 2020р. у суттєво ослабленому стані, а тому будь-які дисбаланси могли прискорювати економічне падіння. Що й сталося внаслідок глобальної коронавірусної кризи, яка в Україні була «оголошена» у

²⁰⁴ Прогнозоване нами зростання у 2021р. не означає, що вже припинилась депресія, і країна вийшла на траєкторію стійкого розвитку. Це радше інтерпретується таким чином, що **економіка лише «відбилася» від кризового провалля і коронавірусного шоку**, однак, зовсім не означає, що ризики залишились позаду.

²⁰⁵ Тут і далі в цьому розділі, якщо не вказано інше, використані статистичні дані, подані на офіційних сайтах Державного комітету статистики України (<http://ukrstat.gov.ua>) і Національного банку України (<https://www.bank.gov.ua/>). Використані останні доступні дані на час підготовки цього видання.

середині березня (введенням жорсткого карантину, обмеженням економічної діяльності, транспортного сполучення, контактування людей та ін.).

Тобто, навіть якби не розгорнулась коронавірусна криза, є підстави стверджувати, що 2020р. був би для країни економічно вельми несприятливий. А тому й **недоречно провали і втрати економічної політики 2019-2020рр. виправдовувати коронавірусною кризою**. Радше кризові втрати слід розглядати як чергове підтвердження економічної слабкості вітчизняної економіки, яка ще й поглибилася внаслідок низької кваліфікаційної спроможності нової влади, низькорезультативності її економічної політики (негативні результати якої рельєфно проявились у період протидії коронавірусному поширенню) (див. візку «Соціологічні свідчення правильності руху країни»).

СОЦІОЛОГІЧНІ СВДЧЕННЯ ПРАВИЛЬНОСТІ РУХУ КРАЇНИ

Незадовільні соціально-економічні результати, а також розчарування у нездійснених обіцянках влади спонукають громадян до погіршення впевненості у правильності і доцільності трансформаційних процесів у країні, їх (процесів) спрямованості на покращення соціально-економічної ситуації, спроможності влади впоратись з викликами (таблиця «Думка громадян стосовно правильності руху країни»²⁰⁶). Зрозуміло, що додатковим чинником такого погіршення стала коронавірусна криза.

Так, якщо ще восени 2019р., хоча і з погіршуючими показниками, респонденти соціологічних опитувань Центру Разумкова переважно визнавали вірну спрямованість дій і змін в Україні, то у 2020р. (вже у лютому, ще напередодні карантину) суттєва більшість висловлювались незадовільно стосовно змін у країні. Негативне сприйняття напрямку руху країни надалі лише погіршувалося, досягши історичних мінімумів наприкінці 2020р., що цілком узгоджується з економічною динамікою (докладніше див. далі).

Думка громадян стосовно правильності руху країни,
вересень 2019р. - липень 2020р.

	10'19	11'19	12'19	02'20	04'20	06'20	07'20	08'20	09'20	11'20	12'20
У правильному напрямі	45,0	37,5	44,2	25,4	28,9	18,8	21,5	19,1	19,7	17,5	16,5
У неправильному напрямі	28,7	35,4	35,8	53	48,7	61,3	60,5	59,0	60,4	65,5	66,8
Важко відповісти	26,4	27,0	20,0	21,6	22,4	19,8	18,0	22,0	20,0	17,0	16,6
«Баланс»											
правильному-	16,3	2,1	8,4	-27,6	-19,8	-42,5	-39,0	-39,9	-40,7	-48,0	-50,3
неправильному											

Входження країни у коронавірусну кризу не було катастрофічним, і, хоча дії влади у протидії коронавірусу мали непослідовний і суперечливий характер²⁰⁷, Україні вдалося уникнути першого шоку і зареєстровані показники темпів розростання кількості захворювань виглядали досить «нормально», порівняно навіть з успішними країнами Європи (діаграма «Денна кількість нових уражень коронавірусом у Польщі та Україні»²⁰⁸).

Звичайно, чинники і складові розгортання коронавірусної кризи мають як спільні риси (для різних країн), так і суттєві відмінності, а відтак – різняться і

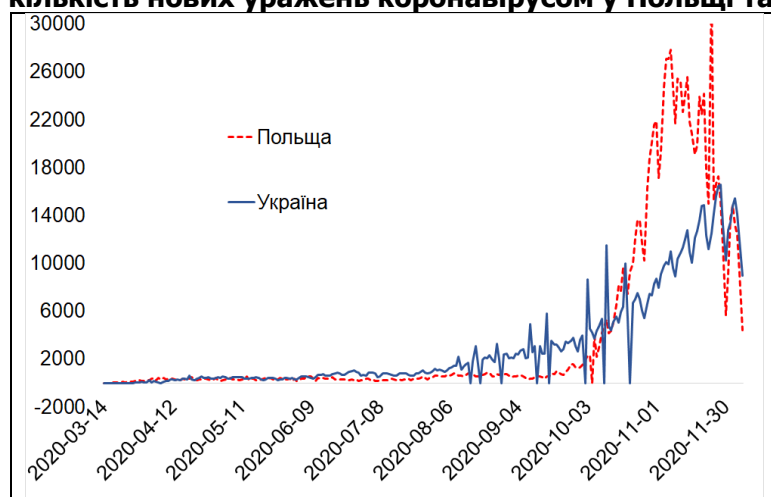
²⁰⁶ Дослідження проведені соціологічною службою Центру Разумкова у відповідні місяці в усіх регіонах України за винятком Криму та окупованих територій Донецької та Луганської областей (опитано понад 2 000 респондентів).

²⁰⁷ Якименко Ю. та ін. Рік діяльності Президента Володимира Зеленського: здобутки і прорахунки. / К.: Центр Разумкова, 2020р.

²⁰⁸ Coronavirus Pandemic (COVID-19) – the data. – <https://ourworldindata.org/coronavirus-data>.

результати і наслідки²⁰⁹. Зокрема, для України це відбивається у зменшенні ділової активності як у країні, так і за її межами, спровокованих пандемією COVID-19, погіршенні кон'юнктури на світових ринках промислових товарів (важливих для України), послабленні інвестиційної активності²¹⁰. Водночас, вторинні наслідки від шоків, завданих зупинкою діяльності, проявлятимуться не лише у 2020р., а й у (принаймні) I півріччі 2021р. І в умовах очікуваного песимістичного сценарію – поглиблення глобальної економічної депресії – можуть суттєво погіршити перспективи економічного відновлення як світової економіки загалом, так і вітчизняної зокрема²¹¹.

Денна кількість нових уражень коронавірусом у Польщі та Україні



На жаль, слід визнати, що вірогідність песимістичних складових макроекономічної динаміки залишається достатньо високою. Для успішної та ефективної протидії коронавірусній кризі вкрай важливим (як засвідчує досвід ряду країн) є дійсно раціональні виважені кроки влади, які, з *одного боку*, враховують соціально-економічне, суспільно-політичне та гуманітарне середовища, з *іншого* – користуються увагою і довірою громадянського суспільства до владних дій (без яких заходи виявлятимуться безрезультатними). Як вже вказувалось, нинішня влада такою довірою і підтримкою на користується.

Між тим, досвід попередніх двох десятиріч вказує на можливі сценарії посткризового розвитку України. Звернемо увагу на наступні обставини.

Після довгої трансформаційної (після утворення незалежної держави) кризи упродовж 1990-х років, починаючи з 2000р., в Україні започаткувалась позитивна економічна динаміка. У період 2000-2008рр. середньорічні темпи зростання реального ВВП перевищували 7%. Однак, глобальна фінансова криза «обірвала» позитивний поступ, і країна увійшла у довгий період перманентних кризових процесів. Спроби протидії їм, а також намагання сформувати стійкий базис довгострокового зростання і розвитку не були належно результативними. Соціально-економічні результати залишаються вкрай слабкими і невиразними – ВВП країни у доларовому еквіваленті помітно поступається рівню 2008р. (діаграма «Зростання реального ВВП і його

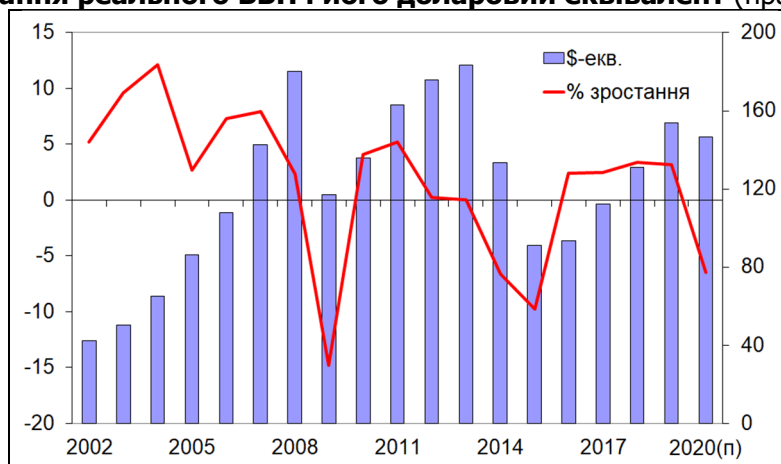
²⁰⁹ Sapir A. Why has COVID-19 hit different European Union economies so differently? – <https://www.bruegel.org/2020/09/why-has-covid-19-hit-different-european-union-economies-so-differently/>.

²¹⁰ The COVID-19 crisis in Ukraine. – <https://www.oecd.org/eurasia/competitiveness-programme/eastern-partners/COVID-19-CRISIS-IN-UKRAINE.pdf>.

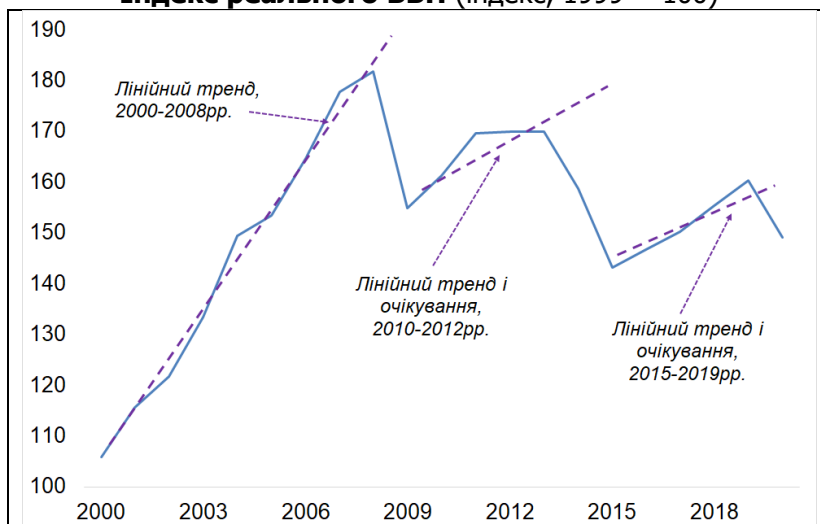
²¹¹ Україна після коронакризи – шлях одужання. / Жаліло Я. та ін. К: НІСД, 2020.

доларовий еквівалент»). Більше того, проявляється загальна динаміка на послаблення (усереднені темпи зростання мають помітну тенденцію до зниження) (діаграма «Індекс реального ВВП»).

Зростання реального ВВП і його доларовий еквівалент (права шк.)



Індекс реального ВВП (індекс, 1999 = 100)



Хоча в окремі роки вдавалося підтримати зростаючий тренд виробництва і добробуту²¹², проте дієві трансформаційні процеси, на які, очікувалось, будуть спрямовані головні зусилля влади, так і не були задіяні²¹³. Одним з негативних наслідків стало те, що в українському суспільстві (під дією періодичних реформаторських провалів) вже сформувались досить стійкі негативні очікування стосовно подальшого розвитку країни (врізка «Соціологічні свідчення перманентності кризових проявів в Україні»).

Сьогодні, з одного боку, будь-які, навіть раціональні дії чи заходи влади, будуть сприйматись вкрай скептично і навіть негативно. З іншого – подібні настрої створюють «гарну» основу для різноманітних популістських тез і гасел, безвідповідальних заяв стосовно рецептів швидкого збагачення українців. У таких умовах **виборчі марафони** упродовж фактично всього 2019р. по суті

²¹² Див., зокрема: Аудит української економіки. – <https://nes2030.org.ua/docs/doc-audit.pdf>.

²¹³ Слід, звичайно, враховувати, що криза 2014-2015рр., крім внутрішніх чинників, була посилена російською агресією, втратою людей і територій, розпорошенням економічного потенціалу та ін.

гальмували будь-які наміри запровадження економічних трансформацій, а «бідність» рецептів державного управління та їх практичне втілення (які були продемонстровані «ною» владою упродовж півторарічного періоду) фактично унеможливила реалізацію політики зростання і розвитку.

СОЦІОЛОГІЧНІ СВІДЧЕННЯ ПЕРМАНЕНТНОСТІ
КРИЗОВИХ ПРОЯВІВ В УКРАЇНІ

Звернемо увагу на те, що, згідно з результатами опитування Центру Разумкова (подані окремі результати соціологічних опитувань у 2017-2020рр.²¹⁴), очікування 2019р. значною мірою відмінні від таких у попередні роки.

Так, як у 2017-2018рр. майже третина опитаних (показник за півтора роки знизився на 3 п.п. до 30%) вважали, що **постійні економічні шоки та кризи є характерною рисою України** і залишатимуться такими упродовж найближчого десятиліття, понад 18% (практично без змін) – що кожні 3-4 роки в Україні відбуватимуться кризові процеси в економіці, то у 2019р. таких було лише 17,4% і 15,8%, відповідно (таблиця «З яким із наведених тверджень Ви згодні найбільшою мірою?»). Фактично, це є свідченням високих ілюзій чи ейфорії населення стосовно очікувань на позитивні зміни навесні 2019р. Це й підтверджується тим, що суттєво (удвічі) зросла (до 29% у 2019р. порівняно з 14,9% у 2018р.) частка тих, хто вірить у спроможність влади подолати всі негаразди і дійсно запровадити політику стійкого зростання і розвитку.

Однак, саме **ілюзорність сподівань** (як реакція на зміну влади) продемонстрували і підтвердили відповідні **результати 2020р.** – практичне повторення результатів 2018р., де понад 50% респондентів живуть в очікуваннях перманентних економічних шоків в Україні.

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

	2017	2018	2019	2020
Постійні економічні шоки та кризи є характерною рисою України сьогодні і залишатимуться такою протягом найближчого десятиліття	33,4	30,0	17,4	30,2
Кожні 3-4 роки в Україні відбуватимуться кризові процеси в економіці	18,3	18,4	15,8	20,5
Внутрішні чинники економічних криз будуть подолані, проте країна залишатиметься чутливою до зовнішніх кризових економічних впливів	15,4	18,0	19,2	20,9
Україна за рік-два подолає нинішню економічну кризу і розпочне тривалий період стабільного розвитку економіки	13,5	14,9	29,0	14,2
Важко відповісти	19,4	18,6	18,7	14,2

Тому й реакція суспільства на заходи і дії влади під час коронавірусної кризи (яка суттєво вплинула на всі сфери українського життя у 2020р.) виявилася

²¹⁴ Дослідження проведені соціологічною службою Центру Разумкова в усіх регіонах України за винятком Криму та окупованих територій Донецької та Луганської областей – з 21 по 26 квітня 2017р. (опитано 2 018 респондентів віком від 18 років), з 29 листопада по 5 грудня 2018р. (опитано 2 017 респондентів вказаного віку), з 17 по 23 травня 2019р. (опитано 2 000 респондентів), з 17 по 23 вересня 2020р. (опитано 1 209 респондентів).

переважно негативною, насамперед у частині довіри громадян до владних інститутів. Як засвідчують результати соціологічного дослідження Центру Разумкова, у відповідях на питання про те, наскільки респонденти довіряють доступним джерелам інформації про респіраторні інфекції (ГРВІ, грип, коронавірус), результати виявилися чи не найгірші для державних інститутів (і, на жаль, ЗМІ) (таблиця «Про довіру до інформаційних джерел стосовно окремих видів захворювання»²¹⁵).

Про довіру до інформаційних джерел стосовно окремих видів захворювання,

% респондентів на відповідне питання

	Зовсім не довіряю	Скоріше не довіряю	Скоріше довіряю	Повністю довіряю	Важко відповісти	Баланс довіри
Міністерство охорони здоров'я України	23,6	38,0	28,4	3,9	6,1	-29,3
Всесвітня організація охорони здоров'я	18,6	30,3	34,7	6,1	10,3	-8,1
Засоби масової інформації	24,8	31,0	31,8	2,4	10,0	-21,6
Родичі та знайомі	7,6	12,8	52,6	17,5	9,4	49,7

Не маючи розуміння і підтримки населення, важко очікувати і на базис формування прискорення в українських реаліях. Вхідження України у 2020р. означало, що перед країною у соціально-економічній сфері актуалізуються складні термінові (короткострокові, які, втім, мають і довгострокову спрямованість) завдання, і всі владні зусилля мають бути спрямовані на формування і забезпечення (зрозуміло, не лише на них)²¹⁶:

- **стійкого макроекономічного середовища;**
- послідовного **підвищення життєвих стандартів** і добробуту;
- **припинення подальшої втрати** інвестиційного потенціалу;
- **формування сприятливого середовища для бізнесу загалом, малого і середнього зокрема** (насамперед, у частині зменшення тиску та обмежень на всі легітимні види економічної діяльності);
- **посилення фінансової стійкості** як вагової складової інвестиційної привабливості та економічного розвитку;
- **інтеграційного зміцнення** і розширення відкритості країни²¹⁷, а з тим – і прискорене включення України до трансконтинентальних проектів.

Слід констатувати, що жоден з вказаних напрямів не мав шансів бути реалізованим в умовах вкрай низької інституційної спроможності влади. І навіть переформатування уряду, яке збіглося у часі з початком коронавірусної кризи призвело лише до ще більшого сум'яття у сферах державного

²¹⁵ Дослідження проведено соціологічною службою Центру Разумкова з 17 по 23 вересня 2020р. в усіх регіонах України за винятком Криму та окупованих територій Донецької та Луганської областей. Опитано 1 209 респондентів віком від 18 років. Теоретична похибка вибірки – 2,9%

²¹⁶ Докладніше див.: Соціально-економічний вимір України в період зміни політичних еліт. / В.Юрчишин. – Київ: Центр Разумкова, 2019р.
Див. також: Вектори економічного розвитку 2030. – <https://nes2030.org.ua/docs/doc-audit.pdf>.

²¹⁷ Відкритість країни є вагомим чинником її залучення до сучасних ланцюгів створення доданої вартості, глобальної та регіональної інтегрованості. Вища інтегрованість означає вищий приплив ПІІ, а з тим зростання продуктивності і посилення конкурентних позицій національних виробників на внутрішніх і світових ринках.

управління і економічної політики²¹⁸. У такому контексті, хоча міжнародні фінансові інститути, а з ними і вітчизняні владні інституції, вже восени переконували про відносно незначне падіння реального ВВП України у 2020р. на рівні 5%²¹⁹, наша оцінка значно нижча – принаймні 6,5% (докладніше далі).

Тут доречно нагадати, що зростання 2010р. (після глобальної фінансової кризи 2008-2009рр. – понад 4%) не було зумовлене покращенням економічних результатів і вимушеного оновлення посткризової структури економіки України. Більш вагомим чинником стала глибина падіння ВВП у 2009р. – близько 15%. Подібним чином, і зростання 2016-2019рр. (після кризових 2014-2015рр, сукупне падіння – близько 17%) з середньорічним показником близько 3% не змогло перекрити кризові втрати, при тому, що основні сфери економічної діяльності (промисловість, аграрний сектор, транспорт, будівництво) демонстрували помітно нерівномірну динаміку. Тому і **незначне зростання**, на яке можна сподіватись у 2021р. (див. далі) буде наслідком того ж феномену – **«відскоку» від досягнення чергового** (однак, не остаточного) **економічного «дна»**²²⁰.

Динаміка ВВП і цінових індикаторів української економіки. Хоча дискусії про економічні пріоритети в Україні й виникають і найчастіше називаються структурні трансформації і посилення конкурентоспроможності національної економіки, однак значимих практичних зсувів поки не вдається досягти. І коронавірусна криза лише поглибила численні провали, однак, як вказувалось, жодним чином не була серед базових чинників (таких провалів, які почали проявлятися задовго до кризи). А хибні актикоронавірусні заходи (зі слабким урахуванням світового досвіду)²²¹, невивірені і нераціональні обмеження (які до того ж не виконувалися) лише розширили і поглибили негаразди.

Поки у частині «довгих» структурних провалів (з якими Україна увійшла у 2020р., а також входить у 2021р. і які залишались без суттєвих трансформацій упродовж років²²²) зміни на покращення слабо проглядаються, радше характеристикою країни є:

- домінування у структурі виробництва товарів з низькою доданою вартістю, енерго- і ресурсовитратних;
- практична відсутність конкуренції на внутрішньому ринку; його незначна ємність, монополізованість і зарегульованість не дозволяють створити належні умови для зростання конкурентоспроможності загалом²²³;

²¹⁸ Докладніше див.: Ю.Якименко та ін. Україна 2019-2020: широкі можливості, суперечливі результати (аналітичні оцінки). – К.: Центр Разумкова, 2020р.

Ю.Якименко та ін. Рік діяльності Президента Володимира Зеленського: здобутки і прорахунки. – К.: Центр Разумкова, 2020р.

²¹⁹ Економіка України «просяде» у 2020 році та зросте у наступному – ЄБРР. – <https://www.ukrinform.ua/rubric-economy/3110107-ekonomika-ukraini-prosade-u-2020-roci-ta-zroste-u-nastupnomu-ebrr.html>.

²²⁰ Слабке зростання після глибокого провалу – є звичним явищем і не повинно вводити в оману. Слід лише пам'ятати, що це «барахтання на дні».

²²¹ Докладніше див. статті І.Бобух і О.Герасімової «Виклики для системи охорони здоров'я України внаслідок розвитку пандемії Covid-19» та О.Саліхової «Антикризова економічна політика Китаю в умовах COVID-19: заходи та результати», розміщені в цьому виданні.

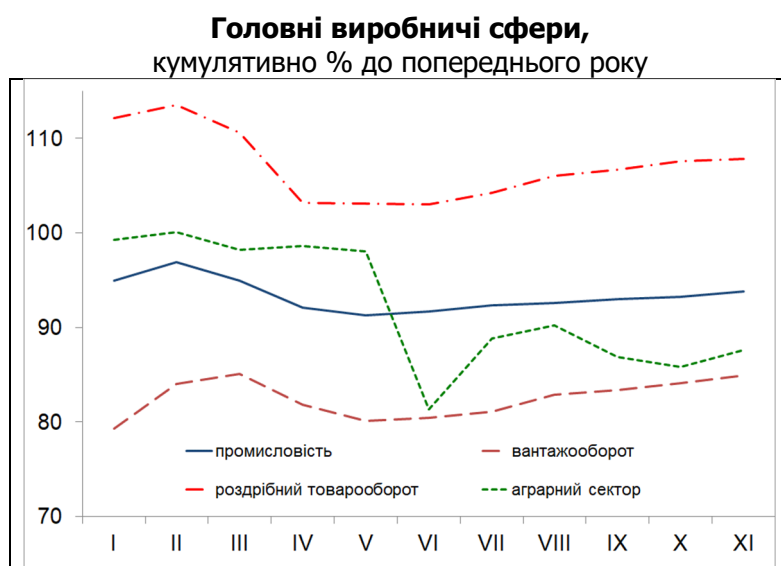
²²² Див., зокрема: Ю.Якименко та ін. Україна після виборів: суспільні очікування, політичні пріоритети, перспективи розвитку. – К.: Разумков центр, 2019р.

²²³ ... якщо низькою є конкуренція на внутрішньому ринку, то не можна очікувати конкурентоспроможності вітчизняних виробників на міжнародних ринках.

- незначною є частка України на найбільш динамічних і високотехнологічних ринках (не більше 5% загального експорту України припадає на технологічні товари);
- розширення **втручання держави в економічні рішення посилює деінститулізацію економіки**, втрату інтересу міжнародного бізнесу до входження в Україну.

Така характеристика сучасного стану економічного середовища України (яке за відсутності визначеної стратегії розвитку країни навряд чи зазнає зміни упродовж найближчих 2-3 років) дає підстави стверджувати, що у 2021р. Україна зможе розраховувати лише на незначні позитивні зрушення, та й то за умови започаткування стійкого глобального прискорення. Хоча наприкінці 2020р. чітко проглядаються кілька сценаріїв розвитку країни, однак ми припускаємо, що чергового економічного шоку у короткостроковій перспективі країні вдасться уникнути.

Є підстави стверджувати, що економіка України у 2020р. вийшла на **«стабільно» низьку** економічну динаміку. Так, за 11 місяців (кумулятивно, з початку року) відбулося **падіння промисловості на понад 7%**, вантажообороту – понад 15%, аграрного сектору – понад 13% (діаграма *«Головні виробничі сфери»*), причому такі рівні утримуються фактично з квітня-травня (приблизно такими ж будуть річні показники, фактично формуючи стійку **низьку базу порівняння** для наступних періодів). По суті, саме нинішній стан і динаміка формують базис для відліку економічних змін у 2021р., і **саме утворена низька база і спроможна «продемонструвати» слабке зростання у 2021р.**²²⁴



Більше того, слід вказати на 2 **суттєві ризики**. (1). Погодні умови у 2020р. суттєво **погіршили обставини і перспективи для аграрного сектору**, що може виявити негативний тиск на економічне середовище загалом вже на початку 2021р. (2). Суттєве прискорення коронавірусних негативів і *розгортання другої хвилі кризового шоку* може знизити показники промисловості, вантажних і пасажирських перевезень, сфери побуту, а з тим

²²⁴ Макроекономічні прогнози показники на 2020-2021рр. упродовж 2020р. неодноразово переглядалися різними інститутами. Серед останніх, оприлюднених у жовтні 2020р., прогноз МВФ є найбільш «песимістичний» – падіння у 2020р. на 7,2%, зростання у 2021р. на 3%. – PMCG Research. Economic growth forecasts in Ukraine: 2020-2021, https://pmcresearch.org/publications_file/75005fbe1733e9f46.pdf.

– прискорено повернути економіку країни до депресивності. Поки (на кінець 2020р.), визнаючи такі ризики, ми все ж очікуємо більш економічно-«спокійний» сценарій розвитку країни у 2021р.

Останніми роками країні вдалося суттєво зменшити інфляційні впливи (знизити значення індексу споживчих цін – ІСЦ – до однозначної величини), що й сприяло послабленню інфляційної складової на формування реального ВВП. Однак, (офіційний) рівень споживчої інфляції визначався переважно динамікою:

- індексу цін на продукти харчування (діаграма «Зміна ІСЦ та цін на продукти харчування»),
- житлово-комунальних тарифів, які «врегульовувались» владними адміністративними рішеннями. На жаль, «врегулювання» (за рідким виключенням) зводилось до суттєвого підвищення таких тарифів, які мало відбивались в офіційних показниках інфляції, однак призводили до суттєвих втрат добробуту домогосподарств.

**Зміна ІСЦ та цін на продукти харчування,
% до попереднього місяця**



Зважаючи на гірший (ніж планувалося) врожай 2020р., а також вказане погіршення динаміки аграрного сектору, є підстави стверджувати, що цінові характеристики продуктів харчування для населення і найважливіших сільськогосподарських товарів зазнаватимуть підвищення, що збільшить і інфляційні ризики. Однак, консервування зарплат і збереження низької купівельної спроможності населення слугуватимуть обмежуючим інфляційним чинником, а з тим – ІСЦ 2021р. залишиться у межах 7-8%²²⁵.

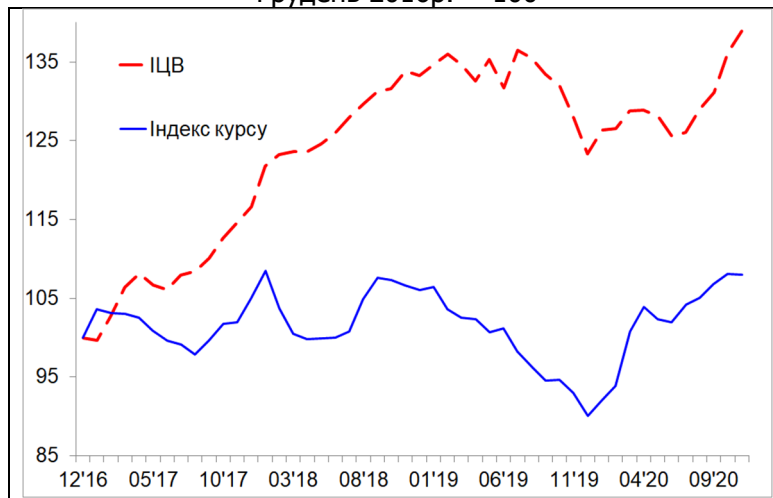
Поряд з цим, динаміка **цін виробників** (промислової продукції) останніми роками значною мірою залежала **від курсової динаміки** гривні (діаграма «Індекси курсу і цін виробників»).

До факторів впливу на курсову динаміку гривні ми звернемось далі, тут же лише зазначимо, що (за нашими припущеннями та доступною інформацією) гривня у 2021р. девальвуватиме незначним чином – на рівні, який не

²²⁵ Між тим, чергова хвиля адміністрування (у т.ч. цінового) на енергетичних ринках (що частково вже відбулося наприкінці 2020р.) може вкотре «підкоригувати» усталені вартісні взаємозв'язки між галузями та економічними сферами, що **спровокує новий ціновий шок**.

перевищує інфляційного, зберігаючи при цьому відносну стійкість реального курсу, що підкріплюватиме зовнішній сектор²²⁶.

**Індекси курсу і цін виробників,
Грудень 2016р. = 100**



В такому випадку, оскільки ми не очікуємо стрімких курсових дисбалансів, а також очікуємо збереження відповідних цінових зв'язків, то й визначаємо **нешоковий курсовий вплив** на оптові інфляційні показники у 2021р. Однак, загалом зміна дефлятора ВВП перевищуватиме зміну ІЦЦ (таблиця «Зростання реального ВВП і цінових індикаторів»).

**Зростання реального ВВП і цінових індикаторів,
% до попереднього року (якщо не вказано інше)**

	2018	2019	2020(о)	2021(п)
Реальний ВВП	3,4	3,2	-6,5	2,5
Індекс споживчих цін (ІЦЦ), груд.-груд.	9,8	4,1	5,6	7,4
ІЦЦ, середній за період	10,9	7,9	2,8	7,6
Дефлятор ВВП	15,4	8,1	7,0	8,5
Курс: грн. / \$1 (на кінець періоду)	27,8	23,6	28,1	30,0
Курс: грн. / \$1 (середній за період)	27,2	25,8	27,0	29,7

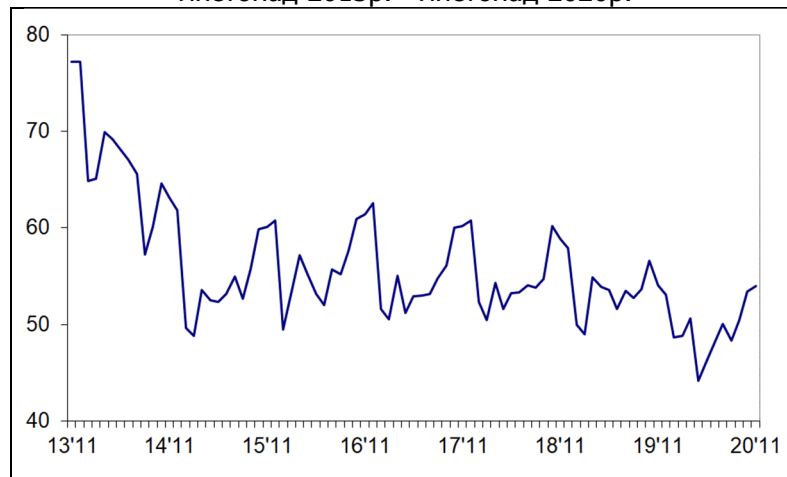
Реальний сектор економіки і грошові ресурси. Вказані інфляційні характеристики, звичайно, пов'язані з нашим раціональним припущенням про слабе зростання. Однак, слід вказати на низку обставин (ризиків), які можуть значно погіршити очікування. Насамперед, йдеться про структуру формування ВВП (доданої вартості). Звернемо увагу на найвагоміші.

(1). **Відсутність розуміння** у влади головних економічних прискорювачів («драйверів»), особливостей їх функціонування та інструментів їх стимулювання призводили до послідовного погіршення показників у головних виробничих сферах та галузях. Так, промисловість, ключова сфера економічної структури вітчизняної економіки, після обвалу 2008-2009рр. так і не спромоглася вийти на докризовий рівень виробництва. Упродовж 2015-2019рр. ситуацію вдалося певним чином стабілізувати – хоча структурні зрушення були «в'ялими», проте загальні обсяги виробництва були досить стійкими (окрім сезонних коливань). Однак, з II п/р 2019р. (задовго до

²²⁶ Крім того, на курсову динаміку значний вплив матиме участь (насамперед, погашення облігацій і виведення конвертованої виручки за кордон) нерезидентів у ринку ОВДП, про що докладніше далі.

коронавірусної кризи) виразно проявились тенденції до погіршення економічних результатів, і така слабка динаміка (без ознак оздоровлення) продовжувалась упродовж всього 2020р. (діаграма «Індекс промислового виробництва»)²²⁷.

**Індекс промислового виробництва,
листопад 2013р. - листопад 2020р.**



Що є наслідком, з одного боку, – **відсутності промислової політики** у країні, з іншого, – **вкрай жорстких ресурсних обмежень** на грошових і фінансових ринках (упродовж 2016-2019рр., докладніше далі)²²⁸. Збереження нинішніх негативних тенденцій у промисловості фактично вказують на **ризики згортання виробництв у всьому економічному середовищі країни** і у найближчій перспективі, принаймні поки не буде запропонована реалістична програма промислового розвитку.

(2). Макроекономічна **структура ВВП** має надмірно (як для висхідної економіки) **споживчий характер**. Обсяг кінцевих споживчих витрат в окремі квартали 2019-2020рр. навіть перевищував ВВП (за відповідні періоди). Такий надвисокий рівень споживання **супроводжувався** вкрай малими ресурсами, які заощаджувались і могли спрямовуватись на валове нагромадження капіталу, або ж отримувались через активне використання запасів. У таких умовах сумнівними є можливості інвестиційного розширення і прискорення зростання у 2021р.²²⁹

Стрімке розширення споживання, звичайно, призводило до **зростання зовнішньоторговельного дефіциту**. І лише «завдяки» коронавірусній кризі, за якої імпорт обвалився на 15% (докладніше далі) сальдо зовнішньої торгівлі виявилось практично збалансованим (таблиця «Макроекономічна структура ВВП»)²³⁰.

²²⁷ Найгірші показники розвитку промисловості загалом і окремих найважливіших сфер за останні роки.

²²⁸ Докладніше див. статті Є.Бублика «Особливості розвитку монетарної політики в умовах пандемії», М.Джуса «Паралельна реальність Національного банку України», В.Зимовця «Про грошово-кредитну політику в умовах пандемії: чи спрацює монетарна експансія?», В.Шапрана «Вплив «вірусної» кризи на монетарну політику України у 2020 році», розміщені у цьому виданні.

²²⁹ Підкреслимо, низький рівень інвестицій у структурі ВВП, крім іншого, відлякує інвесторів і не дозволяє очікувати помітного інвестиційного припливу і спричиняє подальше **розмивання інвестиційного потенціалу**.

²³⁰ Позитивна, як очікується, посткризова динаміка збільшить попит на імпорт, що може призвести до поглиблення зовнішньоторговельного дефіциту.

Макроекономічна структура ВВП

	I'19	II'19	III'19	IV'19	I'20	II'20	III'20	2020(о)	2021(п)
ВВП, млрд. грн.	815,1	932,7	1111,9	1114,9	845,8	867,8	1156,8	3980	4420
ВВП, \$ млрд.	29,9	35,1	43,9	45,9	33,8	32,2	41,9	147	149
у т.ч. (% ВВП)									
Кінцеві споживчі витрати	103,4	98,6	85,8	95,9	107,8	99,6	87,1	97,5	96,0
Валове нагромадження капіталу	2,8	9,5	23,4	11,5	-5,1	-2,7	15,3	6,0	7,5
Заощадження (ВВП-Споживання)	-3,4	1,4	14,2	4,1	-7,8	0,4	12,9	2,5	4,0
Експорт товарів і послуг	50,5	44,2	37,0	36,0	45,1	40,9	35,3	39,6	41,1
Імпорт товарів і послуг	-56,7	-52,3	-46,2	-43,4	-47,8	-37,8	-37,7	-43,1	-44,7

Наголосимо, вказана споживча структура ВВП визначає не лише **низький рівень заощаджень** (які є основою формування належних інвестиційних ресурсів). Низький рівень заощаджень для країни, яка змушена перманентно боротись з кризовими процесами, привносить **значні соціальні ризики**. Водночас, низький рівень національних заощаджень, що супроводжується виразно сировинно-імпортною моделлю вітчизняної економіки, призводить і **призводить до високої залежності зовнішньоекономічних показників від світової кон'юнктури і волатильних біржових ринків**, а також гострих потреб і готовності до пошуку зовнішнього фінансування (найчастіше через боргові ресурси)²³¹.

(3). Загальновизнано, що одним з найвагоміших чинників економічного зростання і розвитку є робоча сила. І тому для оцінки перспектив економічного розвитку країни значна увага має приділятися коректному визначенню чисельності робочої сили або рівня зайнятості (безробіття), а з тим – напрямів підвищення зайнятості. А у багатьох країнах саме за проблемні питання нарощування зайнятості (зменшення безробіття) несуть відповідальність не лише уряди, але й навіть центральні банки (зокрема, у США).

Коронавірусна криза актуалізувала завдання вимірювання зайнятості, у т.ч. внаслідок значних міграційних потоків, пов'язаних з поверненням багатьох трудових мігрантів до власних країн (громадянами яких вони є). Країнам, яким вдалося помітно обмежити негативний вплив коронавірусної кризи, результативність заходів залежала від того, наскільки коректно визначались попит і пропозиція робочої сили у економіці загалом²³².

В Україні ситуація ускладнена, оскільки прийнятні реалістичні оцінки донині відсутні. Так, сьогодні у країні стосовно рівня безробіття прийнято два підходи – визначається офіційно **зареєстроване безробіття** і **безробіття за соціологічними дослідженнями на основі міжнародних методик**. Складнощі полягають у тому, що відповідні статистичні чи оціночні показники

²³¹ Соціально-економічний вимір України в період зміни політичних еліт. / В.Юрчишин. – К. : Центр Разумкова, 2019р.

²³² В Україні шоковий вплив карантину на економіку актуалізував накопичені системні суперечності ринку праці: дисбаланс попиту і пропозиції робочої сили, невідповідність змісту професійної освіти запитам ринку праці, диспропорції в оплаті праці та ін. – Україна після коронакризи – шлях одужання. / Жаліло Я. та ін. К: НІСД, 2020.

зазвичай суттєво різняться. Так, в Україні рівень безробіття²³³ за дослідженнями упродовж останніх років звичайно перевищує 8-9%, при тому, що офіційний рівень (зареєстрованого безробіття²³⁴) складає лише близько 2% (250-350 тис. осіб) (діаграма «Рівень безробіття...»).

Рівень безробіття за соціологічними дослідженнями
(% економічно активного населення)
і чисельність зареєстрованих безробітних (тис. осіб, права шкала)



Зазначимо, що така висока відмінність (між офіційним рівнем безробіття і показником безробіття за дослідженнями) зумовлена тим, що у центрах зайнятості реєструються лише ті, хто втратив надію самостійно знайти хоча б якусь «належну» роботу. Водночас, не всі, хто вказує на власний статус безробітного під час соціологічних досліджень, насправді не має роботи. В Україні значним є тіньовий сектор зайнятості, що ускладнює оцінки зайнятості (як різниця між економічно активним населенням і тими, хто має статус безробітного)²³⁵.

Між тим, характер і динаміка квартального рівня безробіття (представлені на діаграмі «Рівень безробіття...») виявляються досить подібними за різними методиками. Тому для оцінки реалістичного рівня безробіття у якості орієнтиру цілком можна приймати офіційні місячні показники з відповідним коригуванням.

Втрата зарубіжного працевлаштування змушувала мігрантів повертатись до України, де нова влада декларувала привабливі умови працевлаштування. Однак, позитивних зсувів у налагодженні системи зайнятості/безробіття працездатного населення не сталося, а наступ коронавірусу призвів до обвалу

²³³ Рівень безробіття – згідно з Держстатом, є кількісним показником, який визначається як відношення чисельності безробітних до загальної чисельності економічно активного працездатного населення країни (регіону, соціальної групи), і вимірюється у відсотках.

²³⁴ ... йдеться про дані офіційної статистики – Держстату, які стосуються лише працівників, зареєстрованих у Державній службі зайнятості.

²³⁵ ... у т.ч. внаслідок того, що офіційна статистика подає поступове і послідовне зниження чисельності населення, щоб узгодити загальну чисельність населення, що проживає у країні з еміграцією і внутрішнім переміщенням (внаслідок російської агресії), які важко піддаються оцінці.

у зайнятості²³⁶. Звичайно, найбільше постраждали працівники мікробізнесу²³⁷. Загалом за оцінками бізнес-кіл у квітні чисельність безробітних сягнула 2,5 млн. осіб. Однак, сценаріїв, як вдасться владі справитись з такими кризовими ситуаціями, представлено не було²³⁸. Оскільки, крім закликів до повернення, **влада не вживала заходів** для упереджуючого розширення робочих місць (створення нових вакансій²³⁹), то вимушене повернення незначної частки заробітчан, яке було зумовлене антикоронавірусними заходами у країнах Європи, призвело лише до значного погіршення ситуації на ринках зайнятості в Україні.

Парадоксальність ситуації у посткоронавірусному періоді полягає у тому, що офіційний рівень безробіття може стрімко зменшитись. Справа у тому, що у період закриття кордонів навесні 2020р. до України повернулися приблизно 10% від усієї чисельності мігрантів²⁴⁰. Однак, при відкритті кордонів вплив, за нашими спостереженнями, буде значно вищим.

Тому й повернення до відкритої Європи спричинить додаткові міграційні потоки, і вимивання робочої сили (насамперед, кваліфікованої) може лише прискоритись. Саме тому, за нашими оцінками, рівень безробіття (за міжнародними методиками) у 2021р. «стабілізується» на рівні 9,0-9,5%. Відтак, фактор робочої сили для України у посткоронавірусний період може не зіграти роль прискорювача економічної динаміки.

(4). Важливим фактором, завдяки якому вдається прискорити економічне відновлення, є заробітна плата. Тому більшість країн у якості антикоронавірусного шоку якраз практикували програми, якими дозволялось підтримувати зарплату працівників і доходи домогосподарств для збереження купівельної спроможності. Збереження стійкого сукупного попиту при цьому, як вказувалось, дозволяло підтримувати сукупну пропозицію, а з тим і створення доданих вартостей.

Слід визнати, що в Україні вказаний фактор у коронавірусний період належно не спрацював. Нагадаємо, серед соціально-економічних декларацій нового Президента і нової влади виокремлювалися **наміри суттєвого підвищення заробітної плати загалом («кінець епохи бідності»)**, створення нових робочих місць, повернення заробітчан і забезпечення їх належною роботою у країні, гідне пенсійне забезпечення, дешева іпотека та ін. На жаль, як і стосовно більшості інших соціально-економічних сфер, дійсність швидко внесла корективи і **практично жоден задум не зміг бути реалізованим**. Звичайно, в багатьох випадках **влада намагалася перенести відповідальність на зовнішні обставини**, насамперед, розгортання коронавірусної епідемії. Хоча, коронавірусний вплив дійсно мав місце, проте, як вже вказувалось, **головні втрати проявились задовго до епідемії** і

²³⁶ External Labour Migration in Ukraine as a Factor in Socio-Demographic and Economic Development. – <http://www.carim-east.eu/media/CARIM-East-2012-RR-14.pdf>.

²³⁷ Карантин став катастрофою для ФОПів: припинили працювати майже 300 тисяч підприємців. – <https://prm.ua/>.

²³⁸ Макогон О. Чи вистачить у держави коштів для виплат по безробіттю. – <https://www.epravda.com.ua/columns/2020/04/23/659698/>.

²³⁹ Заклики працевлаштуватись на будівництво доріг не виглядали продуманими і переконливими.

²⁴⁰ НБУ. Інфляційний звіт, квітень 2020. – https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/IR_2020-Q2.pdf?v=4.

були зумовлені слабкістю державного управління нової президентської команди²⁴¹.

Українська влада, запровадивши досить жорсткі карантинні заходи (які гнітюче вплинули на виробництво, переміщення людей), не мала належного інструментарію збереження заробітних плат і доходів населення. Так, заробітні плати після обвального падіння у квітні 2020р. (першого повного місяця карантину) у травні повернулись лише на рівень серпня 2019р. (і виявилися меншими, ніж навіть на початку року), що значною мірою різниться з практикою багатьох країн (як представлено у попередніх розділах). А спроби вплинути на рівень доходів через підвищення мінімальної заробітної плати (ігноруючи при цьому рівні прожиткового мінімуму, неоподаткованого мінімуму, мінімальних пенсій та інших соціальних стандартів) взагалі не мали шансів на успіх (діаграма «Середня зарплата...»).

Тобто, так само, як у частині зайнятості, фінансова підтримка населення виявилася безрезультатною. І **левову частку доходів населення витрачало на придбання товарів першої необхідності** (в Україні витрати домогосподарств на харчування перевищують 50% загальних доходів), що ніяк не могло сприяти економічному зростанню через споживання. У таких умовах, звичайно, заощаджених коштів залишається вкрай мало, що, своєю чергою, вимиває потенціал прискореного відновлення у посткризовий період.



Таким чином, ані зайнятість (яка у 2021р. навряд чи помітно покращиться), ані зарплати (які хоча й зростатимуть, проте лише співрозмірно з (номінальною) динамікою економіки загалом – тобто упродовж року середня номінальна зарплата підвищиться на 10-11%) не зможуть стати чинником економічного стимулювання.

(5). Упродовж коронавірусної кризи **суттєво погіршився рівень виконання бюджетів** (державного, консолідованого), насамперед через різке скорочення фактичних надходжень і необхідними видатками. А складнощі у доступі до зовнішнього фінансування означали зростаючу потребу у використанні внутрішніх джерел фінансування дефіцитів державних фінансів, насамперед через ринок облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП).

²⁴¹ Докладніше див.: Ю.Якименко та ін. Рік діяльності Президента Володимира Зеленського: здобутки і прорахунки. – К.: Центр Разумкова, 2020р.

Однак, у попередні роки ОВДП виступали радше у якості високодохідного фінансового інструменту (16-18%), не знімаючи фінансові ризики, а відкладаючи їх на наступні періоди. Тому **запровадження помітного зниження доходності** у 2020р. було правильним фінансовим кроком – реальна доходність у січні-вересні 2020р. коливалася в межах 4-6,5% і у середньому була вдвічі нижчою, ніж у 2019р. Але навіть за таких обставин доходність ОВДП в Україні все ще перевищувала середній показник у країнах з аналогічними кредитними рейтингами, а частка відсоткових виплат у видатках державного бюджету сягала 11%²⁴².

Однак, «зворотнім» наслідком зниження доходності стало різке скорочення попиту на ОВДП. Так, обсяг розміщення гривневих ОВДП за 10 місяців 2020р. (151,7 млрд. грн.) зменшився на 25% відносно аналогічного періоду попереднього року. А «чистий» приріст ОВДП в обігу склав 65 млрд. грн. Причому вказаний приріст відбувся головним чином за рахунок комерційних банків (приріст майже 110 млрд. грн.) при зниженні частки нерезидентів (зменшення на 40 млрд. грн.) (таблиця «Облігації, які знаходяться у власності»).

Втім, взимку 2020р. Мінфін змушений був повернутися до підвищення доходності ОВДП для фінансування зростаючих дефіцитів. Так, якщо у листопаді домінувала ставка 10%, то на початку грудня доходність річних ОВДП становила 11,5%, 4-річних – 12,25%. Готовність Мінфіну і далі підвищувати доходність одразу спровокувала портфельних інвесторів – різко зросли обсяги придбання ОВДП, насамперед банками, а також почали повертатись і нерезиденти, що, крім іншого (див. підрозділ *Зовнішньоекономічні впливи*), сприяло зміцненню гривні.

**Облігації, які знаходяться у власності,
млрд. грн. (2020р.)**

Станом на	Всього	НБУ	Банки	Юр.особи	Фіз.особи	Нерезиденти
03.01	822,7	337,1	334,3	26,0	9,6	115,8
30.10	887,3	324,6	444,1	31,8	8,3	78,6
30.11	898,6	324,6	457,0	33,5	8,8	74,7
17.12	934,4	324,6	481,8	38,7	9,3	80,0
28.12	968,9	324,6	506,4	42,6	10,9	83,8

Вочевидь, вказані ризики і тенденції зберуться у 2021р., оскільки потреби у фінансуванні дефіциту державних фінансів залишатимуться гострі. Найвірогідніше, Мінфін піде на підвищення прибутковості, однак, за наших раціональних очікувань, таке підвищення буде помірним, а більш активну роль у ринку ОВДП відіграватиме НБУ, саме зважаючи на особливості фінансування в умовах ймовірного продовження коронавірусної кризи. (Про зовнішні боргові позиції – далі.)

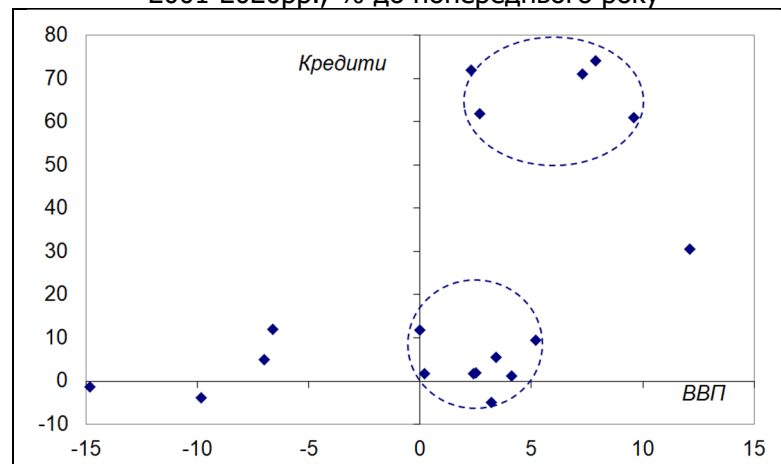
(б). Певні позитивні очікування у частині покращення економічної динаміки все ж проявляються. Йдеться про трансформацію монетарної політики від «інфляційного таргетування» до монетарного стимулювання, а також

²⁴² Богдан Т. Хворі державні фінанси в часи пандемії. – https://biz.censor.net/columns/3232059/hvor_derjavn_fnansi_v_chasi_pandem.

оновленню банківської системи новітніми інструментами²⁴³. Хоча напрями трансформації продовжують дискутуватись²⁴⁴, однак, видається, жорстке слідування НБУ інфляційному таргетуванню у 2015-2019рр. (домінуванню цілей зменшення інфляції без орієнтації на потреби реальної економіки) не стільки мало вплив на інфляційні складові²⁴⁵, скільки призводило до утримання високих процентних ставок, обмеження кредитування, вимивання довгострокових ресурсів, перетіканню коштів до фінансування значних бюджетних дефіцитів та ін.

Між тим, серед вже сформованих макроекономічних зв'язків, важливе місце належить впливу монетарних агрегатів (пропозиції грошей, обсягів наданих кредитів) на динаміку реального ВВП. Зокрема, статистичні спостереження вказують, що високі темпи економічного зростання досягались лише у ті роки, коли відбувалось значне розширення пропозиції грошей і збільшення кредитування (діаграма «Зростання кредитів вітчизняної банківської системи і реального ВВП»).

**Зростання кредитів вітчизняної банківської системи
і реального ВВП,
2001-2020рр., % до попереднього року**



Вказані позитивні очікування пов'язуються з тим, що новому керівництву НБУ (з літа 2020р.) вдасться задіяти механізми покращення умов доступу економічних агентів до фінансових ресурсів. Однак, поки відповідні зміни залишаються вкрай невиразними.

Слід нагадати, що у переважній більшості розвинутих і успішних висхідних країн центральні банки для пом'якшення ефектів пандемії²⁴⁶ проводили активну монетарну експансію (розширена пропозиція грошей), насамперед,

²⁴³ Докладніше див. статтю Ю.Прозорова «Постковідна трансформація банківської системи: антикризове розв'язання суперечностей глобалізації та локалізації», розміщену в цьому виданні.

²⁴⁴ Докладніше див. статті Є.Бублика «Особливості розвитку монетарної політики в умовах пандемії», М.Джуса «Паралельна реальність Національного банку України», В.Зимовця «Про грошово-кредитну політику в умовах пандемії: чи спрацює монетарна експансія?», В.Шапрана «Вплив «вірусної» кризи на монетарну політику України у 2020 році», розміщені у цьому виданні.

²⁴⁵ Як вказувалось вище, динаміка цін виробників суттєво залежала від курсової динаміки, а споживчі ціни значною мірою залежали від житлово-комунальних тарифів (на які вже НБУ мав мало впливу).

²⁴⁶ Богдан Т. Хворі державні фінанси в часи пандемії. – https://biz.censor.net/columns/3232059/hvor_derjavn_fnansi_v_chasi_pandem.

через зниження процентних ставок, монетарне послаблення (що розглядається як необхідна умова підтримки економічної динаміки)²⁴⁷. І більше того, вказані центральні банки продовжуватимуть «агресивну» монетарну політику для супроводження високих бюджетних дефіцитів і задоволення зрослих запитів суспільства на побудову ефективних систем охорони здоров'я²⁴⁸.

Здається, це усвідомлено новим керівництвом НБУ, який проводитиме більш збалансовану і раціональну політику²⁴⁹, що дозволить комерційним банкам підтримувати розширену пропозицію грошей. І дійсно, у II п/р 2020р. монетарне розширення помітно прискорилося, і (за нашими спостереженнями і оцінками) монетарна експансія і кредитування продовжуватимуться у 2021р. (хоча дещо й знизяться річні темпи) (таблиця «Монетарні агрегати»), у т.ч. завдяки розширенню депозитної бази, що помітно покращить забезпечення реального сектору грошовими і кредитними ресурсами і, водночас, зменшить швидкість обігу грошей, а з тим – послабить інфляційний тиск.

Монетарні агрегати,
на кінець періоду (якщо не вказано інше)

	2019	6 міс. 2020	2020 (о)	2021 (п)
Грошова база, млрд. грн.	477,5	532,7	590,0	700,0
<i>Зростання, % до початку року</i>	<i>9,6</i>	<i>11,5</i>	<i>23,6</i>	<i>18,0</i>
Грошова маса (M2), трлн. грн.	1 435	1 608	1 800	2 160
<i>Зростання, % до початку року</i>	<i>12,7</i>	<i>12,1</i>	<i>25,4</i>	<i>20,0</i>
Швидкість обігу грошової маси (ВВП/M2-середньорічне)	2,9	...	2,5	2,2
Кредити, надані депозитними корпораціями, млрд. грн.	971,9	992,1	990,0	1 100

Поряд з цим, на жаль, поки не видно чинників, завдяки яким можна б сподіватись на злам негативних тенденцій. Так, зміни у виробничих сферах **не матимуть** виразної **позитивної спрямованості**²⁵⁰:

- **нові стимули** для розвитку малого і середнього бізнесу **не з'являться** (оголошених ініціатив стимулювання підприємництва і заявлених обсягів кредитування, навіть якщо будуть реалізовані, вкрай недостатньо для реального відновлення);
- **галузева структура** залишається застарілою – за відсутності промислової політики конкурентоспроможність залишатиметься низькою і не «встигатиме» за глобальними викликами;
- доступ до фінансових і кредитних ресурсів, а також ринків капіталів загалом²⁵¹, якщо й полегшиться для окремих підприємців, загалом залишатиметься обмеженим і не матиме принципового значення для стійкого відновлення;

²⁴⁷ Див., зокрема: Соціально-економічний вимір України в період зміни політичних еліт. / В.Юрчишин. – Київ: Разумков центр, 2019р.

²⁴⁸ The Age of Disorder – the new era for economics, politics and our way of life. – https://www.db.com/newsroom_news/2020/.

²⁴⁹ Про Основні засади грошово-кредитної політики на 2021 рік та середньострокову перспективу. – <https://bank.gov.ua/ua/news/all/>.

²⁵⁰ Див., зокрема: Якименко Ю. та ін. Україна 2018-2019: обережний оптимізм напередодні виборів (аналітичні оцінки). – К.: Центр Разумкова, 2019р.

²⁵¹ Докладніше див. статтю Н.Шелудько «Модернізація правових засад ринку капіталів в Україні: прогрес чи імітація?», розміщену у цьому виданні.

○ підтримка експорту та експортерів **не матиме** належного ресурсного забезпечення, що, зрештою, **НЕ ДОЗВОЛЯЄ сподіватись на відновлення стійкої позитивної динаміки** реального сектору у 2021-2022рр. І лише за умови інституційних і структурних змін, визначення стратегічних напрямів дій, деполітизації економічних рішень **можна очікувати і прискорення змін** у реалізації соціально-економічної політики (і сподіватись на слабкі, проте стійкі і позитивні, позиції).

Зовнішньоекономічні впливи. Побіжний аналіз зовнішньоекономічного сектору підтверджує економічну слабкість країни – **консервацію неефективного економічного середовища**, в якому визначальними у структурі експорту (що може слугувати критерієм конкурентоспроможності) залишаються галузі і сфери з низькою доданою вартістю.

Зважаючи на слабе відновлення світової економіки у 2021р., вплив зовнішньоекономічного сектору на макроекономічне середовище України не виглядає однозначним. *З одного боку*, Україна, як мала відкрита економіка із значною часткою низькотехнологічного експорту (у загальній структурі товарного експорту), має високу чутливість до зовнішніх умов торгівлі (на які вона не має впливу, а може лише отримувати цінові сигнали і сигнали зовнішнього попиту на вітчизняну продукцію). *З іншого*, коронавірусна криза суттєво змінила характер світових потреб – разом із суттєвим скороченням обсягів світової торгівлі, значно зріс попит на товари медичного призначення, а також аграрні товари і товари харчових галузей. Поки не зрозуміло, які складові домінуватимуть. Між тим, як не дивно, вірогідно вперше кризові процеси можуть посприяти покращенню структури і збільшенню вигод (у контексті збалансованості) від зовнішньої торгівлі України. Звернемо увагу на наступні залежності і зміни у зовнішньоекономічному секторі.

(1). Для українського **платіжного балансу** характерною є висока залежність імпорту від ВВП, що повністю співвідноситься із «класичним» положенням про високу чутливість кінцевого споживання та імпорту до динаміки ВВП (економічне зростання сприяє підвищенню доходів, активізує поточне споживання домогосподарств та посилює їх схильність до розширення поглинання конкурентного імпорту). Подібним чином спостерігається досить чіткий взаємозв'язок між експортом і ВВП. Однак, причина лежить в іншій площині порівняно з імпортом²⁵². Значно мірою це пов'язано з тим, що напівсировинний експорт відіграє вагомий роль у вітчизняному економічному середовищі, і саме від його динаміки значно більше залежить ВВП (аніж виробництво, де створюється додана вартість). Узагальненими (для української економіки) є вже сформовані статистичні зв'язки у трикутнику ВВП-експорт-імпорт²⁵³ (діаграма «Експорт та імпорт ... і ВВП»).

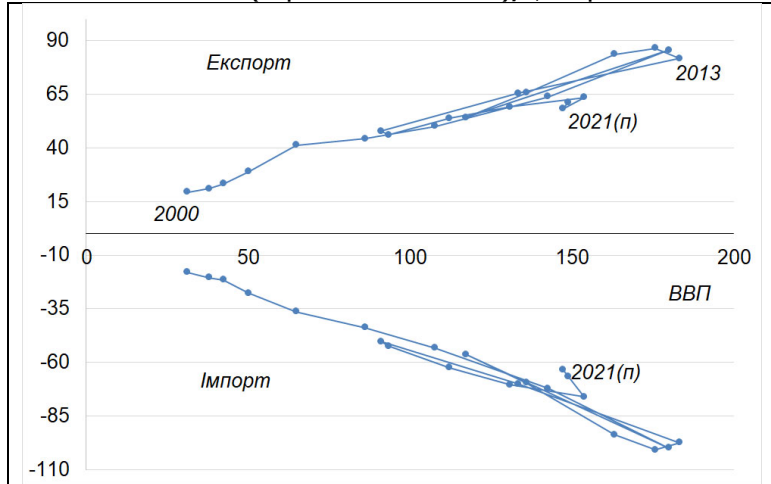
Зрозуміло, що внаслідок глобального гальмування у 2020р. обсяги як експорту, так і імпорту знизяться як у світовій економіці, так і українській. Для 2021р. передбачається відновлення обсягів, яке між тим не зможе «покрити» втрати попереднього року. При цьому звернемо увагу на дві обставини. По-

²⁵² «Класичні» положення також вказують на те, що обсяги експорту більше залежать від зовнішнього попиту на вироблювані у країні товари (з урахуванням курсових «коригувань»), ніж на безпосередні виробничі потужності та економічну динаміку країни.

²⁵³ Це може слугувати додатковим орієнтиром для оцінки рівня ВВП за прогностичними показниками зовнішньої торгівлі (зважаючи на існуючу зовнішньоекономічну структуру).

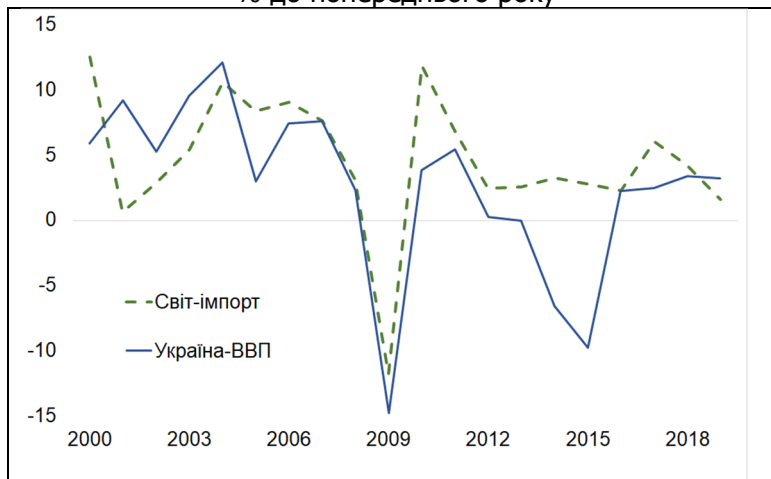
перше, видається, в Україні **темпи зростання імпорту у 2021р. не перевищуватимуть темпи збільшення експорту**, насамперед, у результаті погіршення купівельної спроможності населення і суттєвого скорочення імпорту послуг (зокрема, зменшення поїздок українців за кордон).

**Експорт та імпорт товарів і послуг (вертикальна шк.)
і ВВП (горизонтальна шк.), \$ млрд.**



По-друге, зважаючи на помірні темпи відновлення глобальної економіки і світової торгівлі у 2021р. (Розділ 4), а також на прогнозовану слабку девальвацію гривні, яка підтримує експортний потенціал, є підстави стверджувати, що й українські обсяги експорту-імпорту зможуть відновитись лише незначним чином. При цьому **слабка динаміка глобального попиту** (і світового імпорту) **не зможе стати чинником підтримки** (навіть за оптимістичних сценаріїв) української економіки (експорту і ВВП) (діаграма «Зростання світового імпорту і ВВП України»).

**Зростання світового імпорту і ВВП України,
% до попереднього року**



Тобто, динаміка як ВВП, так і експорту України у 2021р. зможуть покращитись лише незначним чином. При цьому темпи зростання обсягів зовнішньої торгівлі товарами України поступатимуться відповідним глобальним темпам (що, фактично, також задає обмеження на зростання вітчизняного торговельного обороту).

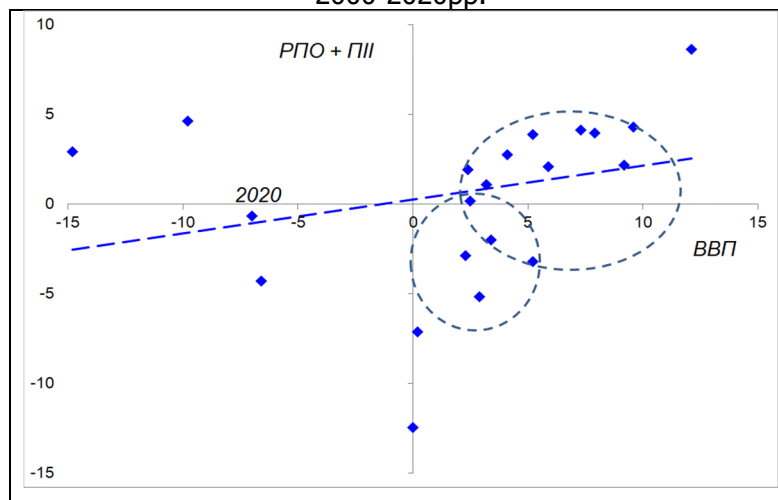
У сфері торгівлі послугами Україна у 2021р. збереже порівняно міцні позиції у експорті інформаційно-комунікаційних послуг, а імпорт послуг, (як вказано)

пов'язаний із зарубіжними подорожами зазнаватиме помітного знижуючого тиску. Таким чином, зовнішньоторговельний сектор у структурі ВВП значною мірою збереже позиції, лише незначним чином погіршивши торговельне сальдо (таблиця наведена вище «*Макроекономічна структура ВВП*»).

(2). Окремі компоненти платіжного балансу також є складовими визнаних (достатньо усталених) макроекономічних взаємозв'язків. В умовах зовнішньоекономічних дефіцитів багатьом країнам вдавалося значною мірою їх (дефіцити) фінансувати за рахунок припливу прямих іноземних інвестицій, що надавало економікам більшої позитивної динаміки і стійкості. Свідченням чого ставав позитивний взаємозв'язок суми сальдо рахунку поточних операцій платіжного балансу і обсягів припливу ПІІ з динамікою ВВП.

Стосовно ж України ситуація виглядає суперечливою. *З одного боку*, країна не стала центром інвестиційного припливу, а з тим, обсяги припливу ПІІ поки не можуть компенсувати домінуючі негативні значення рахунку поточних операцій. *З іншого* – в окремі роки, завдяки сприятливій кон'юктурі, вдавалося помітно покращити балансування рахунку поточних операцій платіжного балансу (діаграма «*Зростання реального ВВП і зовнішньоекономічний баланс*»). Тобто й для України вказані співвідношення значною мірою підтверджуються і можуть слугувати ще одним орієнтиром для визначення перспектив вітчизняної економіки у короткостроковій перспективі.

**Зростання реального ВВП (% до попереднього року)
і зовнішньоекономічний баланс (% ВВП),
2000-2020рр.**

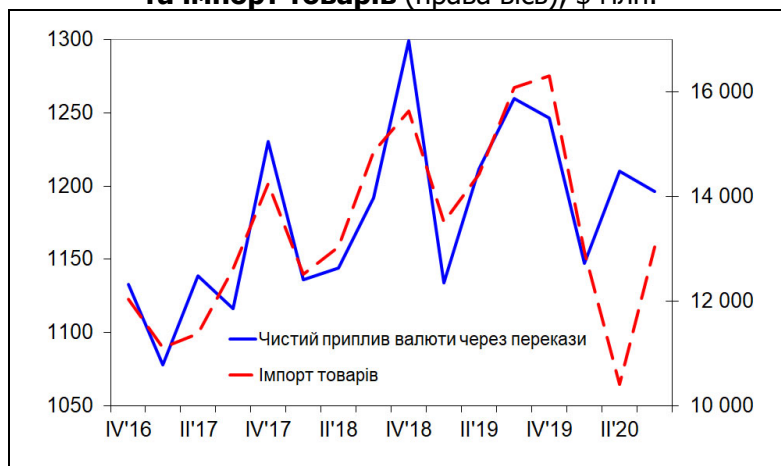


Важливість припливу ПІІ для економічного розвитку зумовлена ще й т.зв. **ефектом «перетікання ефективності»** від підприємств із залученими ПІІ до інших підприємств, результатом якого є підвищення продуктивності та конкурентоспроможності економіки загалом. При цьому, **сприятливий інвестиційний клімат генерує більше перетікання, оскільки приваблюються динамічніші ПІІ**, для яких характерними є хороші менеджерські властивості та технологічні новинки. Однак, на сьогодні сприяння таким процесам в Україні залишаються на рівні декларацій.

(3). Поряд з цим, в Україні останніми роками активізувалось ще одне джерело поповнення рахунку поточних операцій – **високі надходження іноземної валюти до України через заробітні плати і перекази фізичних осіб** (переважно «заробітчани») слугують вагомою складовою підвищення (готівкових та іноземної валюти) заощаджень населення, його (населення) добробуту, а також стимулюють попит на (довгострокові) товари також

іноземного виробництва (імпорт товарів). Насамперед, йдеться про автомобілі, техніку, будівельні матеріали для побудови власного житла, а також на навчання, лікування, відпочинок (товари і послуги, які також мають значну частку іноземного походження і на купівлю яких вкладаються значні кошти, отримані за рахунок переказів) (діаграма «Чистий приплив валюти через перекази та імпорт товарів»).

Чистий приплив валюти через перекази та імпорт товарів (права вісь), \$ млн.



Більше того, чистий приплив валюти²⁵⁴ через перекази дедалі більше перевищує обсяги ПІІ, і завдяки приватним переказам вже вдається значною мірою профінансувати товарний дефіцит (дефіцит торгівлі товарами), і таке покриття слугує зміцнюючим чинником для макроекономічного середовища. Причому як ПІІ, так і приватні перекази безпосередньо і досить швидко можуть впливати на економічну спроможність населення і бізнесу і переважно мають не стільки споживче, скільки інвестиційне спрямування. За нашими припущеннями **обсяги переказів** у 2021р. (зважаючи на відновлення міграційних потоків, тільки-но закінчатся карантинні заходи у країнах Європи) **знаходитимуться на рівні 2019-2020рр.**

(4). **Валютна динаміка**, хоча й **не може вважатись стійкою**, проте, водночас, носить достатньо зрозумілий характер. Так, Україні, у 2020р. попри економічні складнощі вдалося, *по-перше*, суттєво покращити торговельний баланс, *по-друге* – вчасно виконувати боргові зобов'язання, хоча на II кв. припадав шок коронавірусної кризи, який спровокував певним чином панічні настрої на валютних ринках країни.

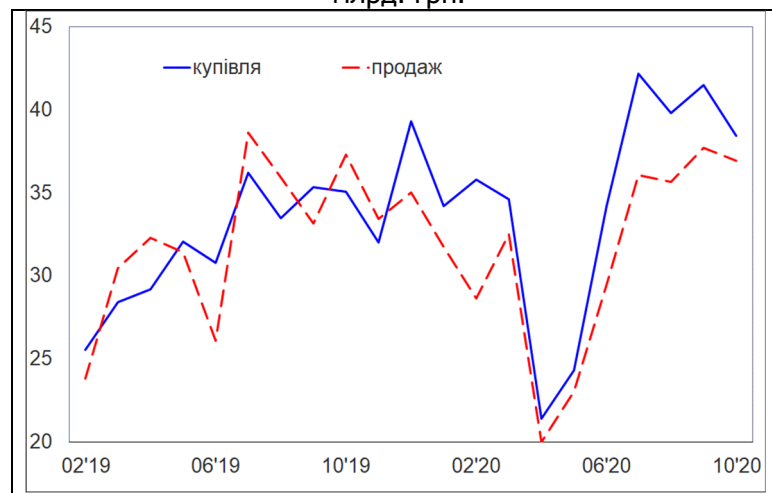
Після зміни керівництва НБУ у липні 2020р. монетарна політика, за нашими оцінками, стала більш зрозумілою і прогнозованішою, що значною мірою сприяло заспокоєнню валютних ринків. Так, у вересні НБУ проводив помітні валютні інтервенції для підтримки гривні в умовах значних зовнішніх виплат і сезонному зростанні попиту на валюту, а також посилення коронавірусних загроз. Між тим, жовтень (місяць, в якому цілком могли проявитись дисбаланси на фінансових ринках внаслідок шоку від започаткування «другої хвилі») і листопад виявилися значно «спокійнішим», у т.ч. в частині інтервенцій для заспокоєння коливань гривні. Так:

²⁵⁴ Існують перекази фізичних осіб не лише з-за кордону в Україну, але й з України за кордон, зокрема на навчання, вкладення у нерухомість. Зворотній же (з України) потік є суттєво (у 4-7 разів залежно від кварталу) нижчим. Однак, ми враховуємо обидва напрями, тому і йдеться про «чистий» потік.

- інтервенції з продажу валюти на міжбанку 5-9 жовтня через зменшення попиту становили \$8,7 млн.;
- у період 12-16 жовтня Нацбанк продав усього \$1 млн.;
- з 19 по 23 жовтня НБУ **не проводив інтервенцій** на міжбанківському ринку;
- лише з 26 по 30 жовтня, за посилення ризиків «другої хвилі» коронавірусу, НБУ продав валюти на \$147,5 млн.;
- з 2 по 6 листопада чисті продажі НБУ склали \$41 млн.,
- а три тижні поспіль – з 9 по 27 листопада – НБУ не проводив інтервенції на міжбанківському валютному ринку.

Значною мірою така ситуація зумовлена тим, що в умовах низької економічної активності та експорто-імпортних обмежень, вагомим чинником впливу на курсову динаміку є попит населення на готівкову валюту, що традиційно в Україні розглядається як засіб заощадження надійних активів. А зважаючи на втрати у добробуті (внаслідок коронавірусних обмежень) населення вимушено продає власні валютні готівкові заощадження. Відтак, якщо у 2019р. населення переважно купувало готівкову валюту (поповнення заощаджень), то упродовж січня-жовтня 2020р. – лише продавало (діаграма «Купівля/продаж у населення готівкової іноземної валюти»).

Купівля/продаж у населення готівкової іноземної валюти,
млрд. грн.



Вірогідно, така **ситуація переважно зберігатиметься** і упродовж І п/р 2021р. (принаймні поки не вдасться локалізувати розповсюдження пандемії). Поряд з цим, коронавірусні ризики провокуватимуть утримання домогосподарствами і готівкових гривневих ресурсів (у т.ч. внаслідок побоювання форс-мажорних обставин і можливих нових обмежень на виробничу діяльність). У таких умовах, **критичних шоків** на валютних ринках у 2021р., найвірогідніше, **вдасться запобігти**, а слабка девальвація (як вказувалось, на рівні інфляції) підтримуватиме експортні позиції вітчизняних виробників.

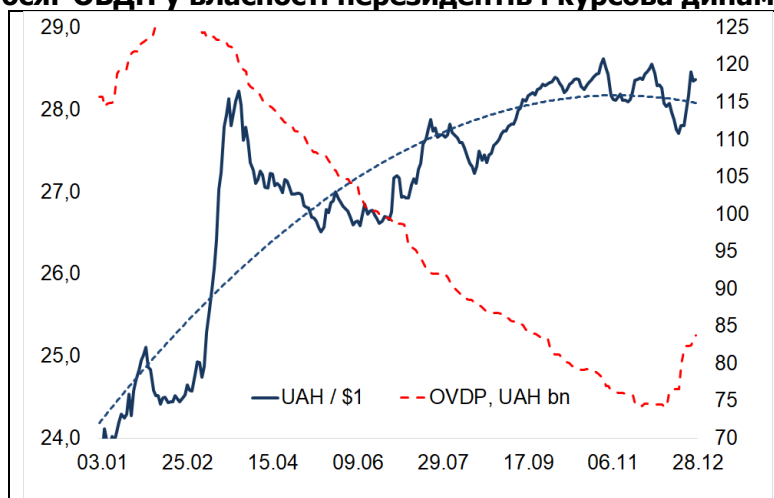
(5). Нагадаємо, характеристикою 2019р. у частині **внутрішнього боргу** було стрімке входження інвесторів-нерезидентів у ринок ОВДП, для яких вельми привабливою була висока прибутковість безризикових державних зобов'язань. Одним з важливих наслідків стало зміцнення гривні, яке водночас провокувало погіршення платіжного балансу.

Розгортання епідемії у світі відіграло «позитивну» роль для обмеження української «піраміди» – іноземні інвестори з початку березня почали

поєднувати зменшення своєї присутності на ринку ОВДП. Вихід нерезидентів (погашення раніше придбаних облігацій без подальшого реінвестування, у т.ч. внаслідок зниження доходності розміщуваних облігацій) прискорив девальваційні процеси, спровоковані коронавірусом, і у березні в Україні спостерігався справжній девальваційний шок – якщо наприкінці лютого 2020р. курс гривні до долара складав 24,6, то наприкінці березня – 28,1. Слід віддати належне НБУ – тоді курсовий шок вдалося мінімізувати завдяки масовим інтервенціям на валютних ринках (що, хоча й означало втрату резервів, проте стабілізувало монетарне і валютне середовище)²⁵⁵.

Надалі вихід нерезидентів з ОВДП, який супроводжувався слабкою девальвацією гривні, був помірний²⁵⁶, що, як вказувалось, не провокувало нових значних валютних дисбалансів (діаграма «Обсяг ОВДП у власності нерезидентів і курсова динаміка»).

Обсяг ОВДП у власності нерезидентів і курсова динаміка



Втім, восени-взимку 2020р. Мінфін змушений був повернутися до підвищення доходності ОВДП для фінансування зростаючих бюджетних дефіцитів. Так, якщо у листопаді домінувала ставка 10%, то на початку грудня доходність річних ОВДП становила 11,5%, 4-річних – 12,25%. З цим – відновилось входження нерезидентів. При цьому, якщо наприкінці листопада курс перебував на рівні 28,5 грн./\$1, то 10 грудня після помітного підвищення доходності курс зміцнився до 28,1 грн./\$1, а ще за тиждень – 27,8 грн./\$1. Втім, наприкінці грудня курс повернувся до вже «звичного» (з вересня) рівня коливання у вузькому діапазоні 28,2-28,5 грн./\$1.

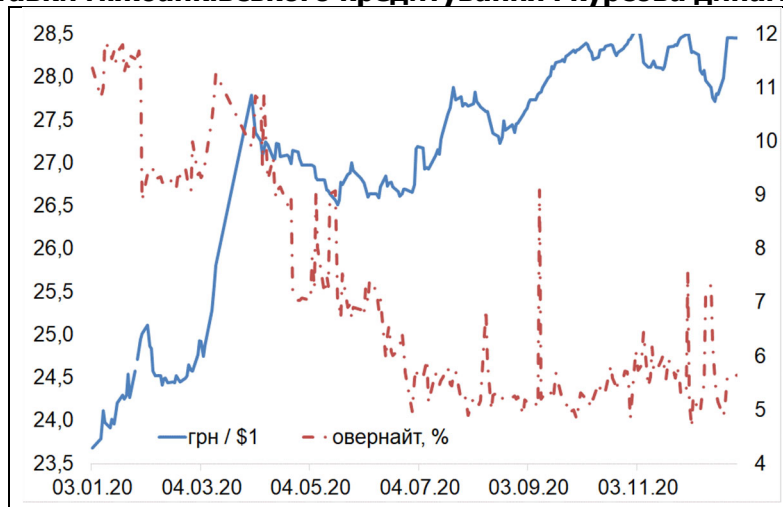
Звернемо також увагу на те, що попри коронавірусний шок на початку березня, загалом курсова динаміка упродовж року була достатньо прогнозованою і цілком співвідносились з **входом-виходом нерезидентів з ринку ОВДП, а також отриманням зовнішньої допомоги** (про що докладніше далі). Поряд з цим, валютна динаміка також співвідносились з динамікою ставок міжбанківського кредитування (діаграма «Ставки міжбанківського кредитування і курсова динаміка»). Незначне підвищення волатильності міжбанківської ставки якраз і зумовлено зміною у політиці

²⁵⁵ Позитивну роль, звичайно, зіграло вчасне розміщення облігації зовнішньої державної позики на €1,25 млрд. на початку року – Україна «встигла» розміститись до того, як коронавірусна криза досягла Європи.

²⁵⁶ Більше того, девальвація навіть сприяла зменшенню «доларового еквіваленту» облігацій, які погашались, а з тим – і зменшенню виведених доларових обсягів.

внутрішніх облігацій і «перестройки» банків на нові умови доходності різних інструментів.

Ставки міжбанківського кредитування і курсова динаміка



Видається, слабка девальвація цілком влаштовує банківське середовище, значною мірою внаслідок зрозумілості і прогнозованості впливу макроекономічних чинників, що дозволяє утримувати ставки міжбанківського кредитування на достатньо низькому рівні (облікова ставка НБУ з літа 2020р. утримувалась на рівні 6%).

Більше того, **«поведінка» НБУ у 2020р., найвірогідніше, буде продовжуватись і у 2021р.** Певним чином це дає підстави стверджувати, що **за слабкої девальвації гривні у 2021р. вдасться досягти і покращити прозорість і доступність кредитних ринків**, що своєю чергою зможе прискорити розширення пропозиції грошей і кредитування.

(6). Україні у II півріччі 2020р. вдалося здійснити **позитивні зовнішньоборгові «прориви»**, що можна вважати безумовним успіхом, зважаючи на стан міжнародних фінансових ринків у період коронавірусної кризи. Так, наприкінці липня 2020р. Мінфін, після скасування відповідних намірів на початку місяця²⁵⁷, успішно розмістив облігації на \$2 млрд. (дохідність нового випуску – 7,25%), з погашенням у березні 2033р. Хоча доходність залишилась високою, однак вона виявилася нижчою, ніж початково планувалося. А для країни, яка не може впоратись із коронавірусною пандемією, може вважатись прийнятною.

У середині серпня Україна оголосила про завершення **викупу** на відкритому ринку близько 10% своїх ВВП-варантів (облігацій, виплати по яких прив'язані до динаміки ВВП країни), випущених в ході реструктуризації зовнішнього боргу. Це може вважатись правильним кроком, яким **зменшується боргові виплати** наступних років²⁵⁸.

Особливістю зовнішньоборгової позиції є те, що (сумарний) обсяг боргу Уряду і заборгованості НБУ упродовж 2020р. утримувався на рівні \$51-53 млрд., і,

²⁵⁷ На початку липня Україна скасувала заплановану угоду з випуску нових 12-річних єврооблігацій на \$1,75 млрд. (з можливістю викупу на \$750 млн. єврооблігацій з погашенням в 2021-2022рр.), що було пов'язано із заявою про відставку голови НБУ.

²⁵⁸ Виплати за варантами повинні здійснюватись до 2040р.

вірогідно, (зважаючи на ускладнення на ринках капіталів із залученням нових ресурсів) **у 2021р. навіть незначним чином зменшиться** (див. далі).

На початку грудня **Україні вдалося значне залучення зовнішніх ресурсів**. Причому це відбулося **без прив'язки до фінансування з боку МВФ** (робоча місія якого до того часу не запрацювала). Так, на початку грудня практично одночасно відбулися знакові події:

- отримання від Європейської комісії першого траншу в рамках нової програми макрофінансової кредитної допомоги ЄС обсягом €600 млн.²⁵⁹;
- розміщення додаткового випуску єврооблігацій обсягом \$600 млн. з дохідністю 6,2% (яка є найнижчою за публічними єврооблігаціями в доларах США в історії України)²⁶⁰;
- надання Світовим банком позики Україні обсягом \$300 млн. для додаткового фінансування, спрямованого на подолання наслідків коронавірусу²⁶¹.

Це не лише суттєво **поліпшило ситуацію з фінансуванням дефіцитів** (державних фінансів і платіжного балансу), але й значною мірою підтримало спроможність країни належним чином виконати графік зовнішньоторгових виплат 2021р. (таблиця «Обсяги зовнішніх платежів у 2020-2021рр.»).

Обсяги зовнішніх платежів у 2020-2021рр.,
\$ млрд. (станом на 1.07.2020р., скориговано 1.10.2020р.)

	2020		2021			
	<i>III кв.</i>	<i>IV кв.</i>	<i>I кв.</i>	<i>II кв.</i>	<i>III кв.</i>	<i>IV кв.</i>
Всього,	4,84	5,83	4,72	2,33	5,33	3,08
у т.ч.						
Сектор загальнодержавного управління (ОВДП нерезидентів включно)	2,49	0,48	1,42	0,64	3,32	0,79
Центральний банк	0,38	0,05	0,46	0,04	0,45	0,12
Депозитні корпорації	0,34	0,27	0,72	0,24	0,22	0,19
Інші сектори, у т.ч. гарантовані урядом запозичення	1,19	3,63	1,03	1,10	0,99	1,21
<i>Інформаційно: Гривневі ОВДП нерезидентів, млрд. грн.</i>	<i>5,48</i>	<i>2,33</i>	<i>8,91</i>	<i>4,20</i>	<i>8,14</i>	<i>4,71</i>

Позитивною борговою рисою є те, що суттєво знижуються витрати, пов'язані з входом-виходом нерезидентів з ринку ОВДП²⁶².

Відтак, хоча Україна залишається поза доступом до фінансових ресурсів міжнародних фінансових організацій (МФО), однак **зовнішньоторгові позиції для 2021р. також навряд чи можна віднести до критичних.**

²⁵⁹ Допомога надана у вигляді довгострокової позики з процентною ставкою 0,125% з терміном погашення в червні 2035р. – Україна отримала 600 млн євро макрофінансової допомоги від ЄС, <https://ua-news.liga.net/economics/news/>.

²⁶⁰ Україна дорозмістила євробонди-2033 на 600 мільйонів доларів під 6,2%. – <https://www.epravda.com.ua/news/2020/12/11/669105/>.

²⁶¹ Світовий банк ухвалив виділення Україні \$300 млн кредиту... – <https://ua.interfax.com.ua/news/general/709420.html>.

²⁶² Хоча ОВДП переважно номіновані у гривнях, однак активна участь у цьому ринку нерезидентів (введення валютних активів, їх конвертація у гривню для купівлі ОВДП, а також конвертація отриманих від погашення облігації у ресурси в іноземній валюті з виведенням їх за кордон) фактично генерує ризики, притаманні зовнішньоторговим інструментам.

Більше того, вказані надходження суттєво покращили стан міжнародних резервів України, які станом на кінець 2020р. вийшли на рівень \$29 млрд.²⁶³ Це виявляється вкрай «доречним», оскільки **доступ до зовнішнього фінансування** (платіжного балансу, сплат за зовнішніми зобов'язаннями Уряду і НБУ) у 2021р. для України **не виглядає полегшеним**. Більше того, якщо не вдасться налагодити конструктивну співпрацю з міжнародними фінансовими організаціями, то на зовнішні виплати необхідно буде використати частину валютних резервів (саме тому ми закладаємо помітне їх зменшення у 2021р.), що, втім, не видається критичним, зважаючи на прийнятні рівні головних макроекономічних співвідношень (покриття грошової бази резервами – понад 100%, імпортна квота – 4 місяці) (таблиця «Міжнародні резерви і зовнішній борг»).

Міжнародні резерви і зовнішній борг

	2018	2019	2020 (о)	2021 (п)
Валові резерви, \$ млрд.	20,8	25,3	29,0	25,0
...місяців імпорту наступного року	3,3	4,8	5,3	4,2
Покриття грошової бази резервами, %	132,6	125,1	138,6	107,0
Зовнішній державний борг + зовнішні заборгованості НБУ, \$ млрд.	48,1	51,8	51,0	49,5
..., % ВВП	36,7	33,7	34,6	33,2

Місце України в посткризовому світі та вимоги до політики. Досвід попередніх «великих криз» вказує, що **протягом наступних** (після найгостріших економічних негараздів) **років відбувалися глибокі системні світові трансформації**. Тобто, *з одного боку*, сьогодні вагомими є «історичні» ризики – **найближчим десятиліттям також слід очікувати посилення світових дисбалансів і протистоянь** (як економічних, так і політичних, з можливим силовим перерозподілом сфер впливу). *З іншого* – під впливом коронавірусної кризи упродовж найближчих двох-трьох років у світі відбудеться **формування нової конфігурації світового розподілу праці**.

Нинішня ж слабкість України поки не дозволяє їй проводити успішну політику розвитку, в т.ч. внаслідок невизначеності стратегічного партнерства. Про які ж перспективи України можна сьогодні говорити, які передумови та чинники успіху має країна у короткостроковому горизонті?

Насамперед, вкажемо, що низка суспільно-політичних ризиків в Україні у посткоронавірусний період пов'язана з національними владними інститутами. Протікання коронавірусної кризи і владні заходи протидії **не лише не сприяли зміцненню авторитету та довіри до органів влади, але й суттєво їх погіршили**. В Україні лише завдяки окремим органам місцевого самоврядування, які, на жаль, часто були позбавлені ресурсів державного бюджету (на антикоронавірусні заходи), вдавалося пом'якшити шоківі впливи. Втручання ж державного керівництва часто виглядало непрофесійно і популістськи, привносило нарощування хаосу²⁶⁴, що руйнувало і так обмежені можливості координації і результативність дій.

Коронавірусна криза по-новому висвітлила (і загострила) **низку політичних протистоянь, які можуть перерости у великі політично-економічні**

²⁶³ Станом на 30.11.2020р. офіційні міжнародні резерви України склали \$26,1 млрд. – Золотовалютні резерви України, <https://index.minfin.com.ua/ua/>.

²⁶⁴ ...варто нагадати про згубність рішення про припинення функціонування транспорту для перевезення пасажирів практично по всій Україні у березні-травні 2020р.

загрози, що безпосередньо стосуються України²⁶⁵ і на які ми вказували у попередніх розділах. Насамперед, країні буде необхідно нарешті визначитися із власними геостратегічними пріоритетами, а не залишатись у міжвекторному просторі Сходу-Заходу. Хоча політичні заяви нинішнього керівництва країни рясніють проєвропейською риторикою, однак практичні заходи і дії часто розходяться з деклараціями.

Зважаючи на глобальні тенденції і спроможність вітчизняної економіки до відновлення, є підстави стверджувати, що рівень доходів домогосподарств і ВВП країни в цілому лише наприкінці 2022р. (за умови відсутності нових глобальних шоків) досягне (докризового) 2019р. рівня. Очікувана ж **слабка позитивна динаміка** ВВП 2021р. у багатьох аспектах буде **зумовлена переважно «ефектом (низької) бази» 2020р.**, а не структурним оздоровленням чи посиленням конкурентоспроможності країни.

Однак, важливо застережити, для України **посткризові ускладнення можуть виявитися не менш болючими (і триватимуть довше)**, ніж безпосередньо проявлені упродовж коронавірусного шоку²⁶⁶. Насамперед, йдеться про те, що у глобальній економіці не просто відбудуватиметься відновлення, а прискорюватимуться трансформації, зумовлені новими вимогами і складовими конкурентоспроможності, новими взаємозв'язками у світовій торгівлі і поділі праці, у т.ч. пов'язані з цифровізацією (яка вже прискорила упродовж коронавірусного шоку).

Тобто значні зміни, напевне, відбудуться у частині людської «цифровізованої» поведінки, у т.ч. у системі освіти, консультацій (насамперед, медичної і безпекової), інтелектуального обміну (телеконференції, онлайн підвищення кваліфікації тощо). А подальше розширення штучного інтелекту, автоматизації, роботи із великими базами даних спонукатимуть і до вищої готовності застосування цифрових технологій у виробленні і впровадженні рішень, у т.ч. державного рівня. Це може **виявитись критичним** моментом для ряду висхідних країн, які повинні бути спроможними провести за відносно короткий час навчання²⁶⁷ і перенавчання громадян країни в умовах «цифровізаційного шоку». **Все це сповна стосується й України.**

Factors for short-term forecast of the Ukraine's economy

From the very beginning of its deployment, the crisis caused a significant ("synchronised") economic shock. The first measures to restrict the movement of people (both within the country and between countries due to the actual closure of borders), transport (including freight), closure of offices and businesses (followed with the loss of jobs) meant a sharp reduction in aggregate supply. The shock of supply immediately turned out to be a shock of demand, because the loss of work and "locking" people at home meant the loss of income, readiness for consumption, and purchasing power. The loss of employment in a very limited time affected significant and broad sections of the population, since the crisis immediately and simultaneously addressed and negatively affected almost all spheres of human activity.

²⁶⁵ Див., зокрема: Юрчишин В. Проблеми і перспективи посткризового відновлення: глобальна економіка та Україна / К.: Заповіт, 2012р. – 228с.

²⁶⁶ Україна післякоронакризи – шлях одужання. / Жаліло Я. та ін. К: НІСД, 2020р.

²⁶⁷ Коронавірусна криза зробила те, що, здавалось, неможливим у багатьох країнах, у т.ч. Україні. Упродовж всього кількох місяців освіта практично була трансформована у е-освіту, стрімко прискорила засвоєння знань і набуття досвіду не лише у школярів і студентів, але й їх батьків, вчителів та викладачів.

Given the uncertainty of the continuation of the coronavirus pandemic, the main emphasis is put on macroeconomic trends, as well as on the already formed long-term relationships between key macroeconomic indicators for the case of Ukraine. This allows a cautious forecast that in 2021 Ukraine will be able to achieve a slight positive result – with the real GDP growth of 2.5%²⁶⁸.

International experience for Ukraine. Due to the best political practices of counteracting the coronavirus crisis, there is reason to believe that recessionary processes and complications cannot justify government inaction. It is the focus on rational and effective measures, rather than the search for excuses and unwarranted solutions, that has enabled countries to maintain (or allow only minimal deterioration of) socio-economic dynamics.

This international experience was taken into consideration. Although in October-November 2020 the number of cases has rapidly grown, it is the policy of spring-summer coronavirus control that has prompted the introduction of much "milder" restrictive measures, bringing less loss to the economy.

Anti-crisis programs, including significant cash payments to businesses and households, have been truly effective in many countries. A distinctive feature of fiscal and monetary measures of the coronavirus period was the expansion of subsidies and direct payments to employees, significant government support for large corporations, small and medium businesses and low cost of credit for private firms and companies, which cumulatively saved the economy from the shock of coronavirus. At the same time, each of the countries had its own peculiarities of implemented measures, which proved to be of the greatest effectiveness in curbing the crisis.

Both during the global financial crisis and during the pandemic, the active and transparent role of the US Federal Reserve in filling the markets with money resources (expanding money supply) essentially minimised financial risks (providing access to significant and cheap resources), weakened the factors of loss solvency, and thus eliminated the negative expectations of the unfolding of financial shocks and stresses (primarily in the United States and later in most countries of the world). The monetary easing introduced by the central banks did not cause inflationary pressures and did not increase "bad debts".

The program introduced in Germany, which was based on the model of compensation for loss of earnings when employees were transferred to part-time working, – *Kurzarbeit* – deserves special attention. Its peculiarity is that, *on the one hand*, companies have the opportunity to keep jobs and qualified personnel (and avoid closures), and *on the other hand*, it provided an acceptable level of personal income of employees, which also brought forth a psychological effect of social protection.

The counteraction of Sweden to the coronavirus crisis was predominantly unique, as the country did not impose severe coronavirus restrictions and did not focus on the potential negative "rapid" effects of the pandemic on economic dynamics. In contrast, Sweden gave priority to ensuring balanced socio-economic needs (of long-term nature) and adequate health care. The consolidating component for this approach was the high trust of the citizens of this country in their own government (about 60% during the last decade).

Exceptional is also the experience of Poland, which for the second time (after the global crisis of 2008-2009) demonstrated to the world community its ability to effectively respond to crisis waves, by focusing, along with the introduction of strict anti-

²⁶⁸ Our forecast for growth in 2021 does not mean that the depression has stopped and the country has reached stable development. It should rather be interpreted that **the economy has only "fought back" against the crisis and coronavirus shock**, but it does not mean that the risks are already overcome.

coronavirus measures, on significant expansion of government spending, aimed at preserving jobs and supporting firms and companies. Moreover, recessionary processes and complications did not give grounds to use crisis contradictions for populist or demagogic purposes during the presidential race in the summer of 2020.

Ukraine: (un)readiness for crisis shock. Immersion of Ukraine into the next wave of crisis in 2020 did not come as an emergency event, but was quite expected (even if there had been no coronavirus shock). The economy of Ukraine was already entering into 2020 in a significantly weakened state, and therefore any imbalances could accelerate the economic decline. Quarterly dynamics of 2019-2020 witnessed the gradual weakening of the economy, which collapsed (as in most European countries due to coronavirus shock) in the second quarter of 2020 (table "*Quarterly growth of real GDP*").

Therefore, it is inappropriate to justify the failures and losses of economic policy in 2019-2020 by the coronavirus crisis. Rather, the crisis losses should be seen as another confirmation of the economic weakness of the domestic economy, which has deepened due to the low qualification capacity of the new government and the low efficiency of its economic policy.

Quarterly growth of real GDP, 2019-2020

	I'19	II'19	III'19.	IV'19	I'20	II'20	III'20
% to the corresponding quarter of the previous year	2,9	4,7	3,9	1,5	-1,3	-11,4	-3,5
% to the previous quarter by taking into account the seasonal factor	0,8	1,0	0,3	0,0	-0,7	-9,9	8,5

Meanwhile, the registered growth rates of cases in Ukraine during the first wave (March-April 2020) were moderate, and therefore the country had the opportunity to "get prepared", taking into account international experience. This was not done, and the measures were chaotic and contradictory. As indicated, rational and balanced steps of authorities which enjoy the attention and trust of civil society, are extremely important for a successful and effective counteraction to the coronavirus crisis. However, in Ukraine, the reaction of society to the measures and actions of the authorities during the coronavirus crisis in 2020 turned out to be mostly negative, particularly the trust of citizens in government institutions – more than 50% expressed distrust in anti-coronavirus actions.

Dynamics of GDP and main indicators of the Ukrainian economy. Socio-economic results of Ukraine in the last decade remain extremely weak – growth rates have a noticeable downward trend (chart "*Real GDP index*")²⁶⁹.

Meanwhile, the economy of Ukraine in 2020 reached "stable" low economic dynamics. Thus, in 10 months (cumulatively, since the beginning of the year) there was a decline in industry by 7%, in freight turnover – by almost 16%, in the agricultural sector – by 14%. The annual figures will be about the same, and the fall in GDP will be 6.5%. This also leads to the establishment of the base of comparison for 2021, which (low base) will be able to "demonstrate" weak growth in 2021.²⁷⁰

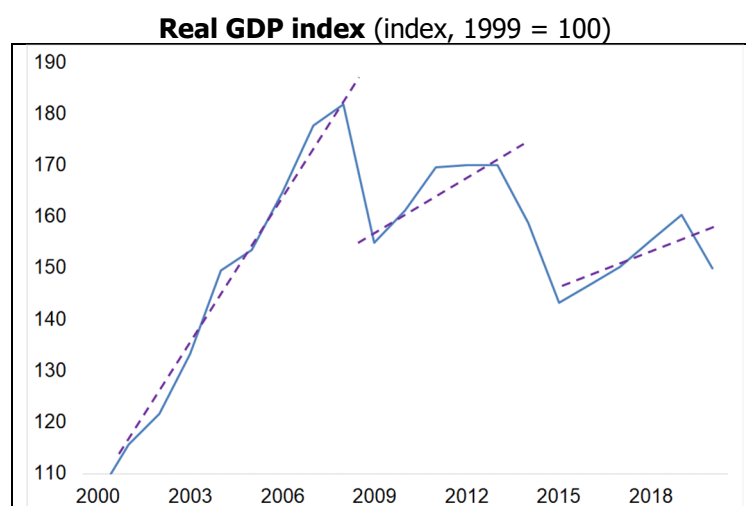
²⁶⁹ It should, of course, be taken into consideration that the crisis of 2014-2015, in addition to internal factors, was exacerbated by Russian aggression, loss of people and territories, dispersion of economic potential, and other factors.

²⁷⁰ Macroeconomic forecast indicators for 2020-2021 during 2020 repeatedly reviewed by various institutions. Among the latest, published in October 2020, the IMF forecast is the most "pessimistic" – fall in 2020 by 7.2%, growth in 2021 by 3%. - PMCG Research. Economic growth forecasts in Ukraine: 2020-2021, https://pmcresearch.org/publications_file/75005fbc1733e9f46.pdf.

Remaining unchanged over the years, are the structural shortcomings of the economy of Ukraine, with which the country entered 2020, and with which it also enters in 2021, are as follows:

- dominance in the structure of production of low value-added products, energy- and resource-consuming goods;
- practical lack of competition in the domestic market; its insignificant capacity, monopolisation and over-regulation do not allow the creation of appropriate conditions for the growth of competitiveness in general;
- the share of Ukraine in the most dynamic and high-tech markets is insignificant (no more than 5% of total exports of Ukraine are technological goods);
- expanding intervention of the government in economic decisions increases the deinstitutionalisation of the economy, the loss of interest of international business in entering Ukraine.

Therefore in 2021 Ukraine will be able to count on only minor positive changes, and only under the condition that a stable global acceleration is launched.



Moreover, it should be noted that a significant acceleration of coronavirus negatives and *prolonged deployment of the second wave of crisis shock* may reduce the performance of industry, freight and passenger transportation, domestic services industry, and thus – already accelerate the turning of the economy to depression in 2021.

In recent years, the country has managed to significantly reduce inflationary effects (reduce the value of the consumer price index CPI – to a single value), which contributed to the weakening of the inflation component on the formation of real GDP. However, the (official) level of consumer inflation (CPI) was determined mainly by the dynamics:

- food price index,
- housing and communal tariffs, the "regulation" of which means a periodic significant increase that leads to notable losses in the welfare of households.

Given the worse (than planned) harvest in 2020, in 2021 price characteristics of food for the population and the most important agricultural goods will increase, which will escalate inflationary risks in 2021. However, the freezing of wages and maintaining low capacity of the population will limit inflationary pressures, and thus – the CPI of 2021 will remain within 7-8%.

Along with this, the dynamics of producer prices (industrial products) in recent years has largely depended on the exchange rate dynamics of the hryvnia. Later we will return to the factors influencing the exchange rate dynamics of the hryvnia. Now we will just

note that in 2021 there will be slight depreciation of the hryvnia – at a level that does not exceed inflation, while maintaining the relative stability of the real exchange rate, which will support the external sector (table "*Growth of real GDP and main indicators*").

**Growth of real GDP and main indicators,
% to previous year (unless stated otherwise)**

	2018	2019	2020(e)	2021(f)
Real GDP	3,4	3,2	- 6,5	2,5
Consumer price index (CPI), Dec-Dec	9,8	4,1	5,6	7,4
CPI, average for the period	10,9	7,9	2,8	7,6
GDP deflator	15,4	8,1	7,0	8,5
Course: UAH / \$1 (average for the period)	27,2	25,8	27,0	29,7
International reserves, \$ bn	20,8	25,3	29,0	25,0
months of imports of the next year	3,3	4,8	5,3	4,2

Risks and resources of growth. It is important to indicate a number of risks that can significantly worsen expectations and prognosis. First of all, they are institutional and structural losses.

(1). The macroeconomic structure of GDP is overly consumerist. The amount of final consumer spending in some quarters of 2019-2020 even exceeded GDP (for the relevant periods). Such an extremely high level of consumption is accompanied by exceptionally small resources that are saved and can be directed to investment. This erodes the growth potential in 2021 (table "*Macroeconomic structure of GDP*").

Macroeconomic structure of GDP

	2019	I'20	II'20	III'20	2020(e)	2021(f)
GDP, UAH billion	3975	845,8	867,8	1156,8	3980	4420
GDP, \$ billion.	153,8	33,8	32,2	41,9	147,0	149,0
incl. (% GDP)						
Final consumption expenditure	95,2	107,8	99,6	87,1	97,5	96,0
Gross capital formation	12,6	-5,1	-2,7	15,3	6,0	7,5
Export of goods and services	41,3	45,1	40,9	35,3	39,6	41,1
Import of goods and services	-49,5	-47,8	-37,8	-37,7	-43,1	-44,7

(2). Due to the global slowdown in 2020, in 2021 both exports and imports will grow only slightly in both the world and Ukrainian economies. Ukraine, as a small open economy with a significant share of low-tech exports, is highly sensitive to external trade conditions. At the same time, the coronavirus crisis has changed the nature of world needs – with the reduction of world trade in industrial goods, there is an increased demand for agricultural goods and food products, which will maintain the trade balance of Ukraine.

In recent years, foreign exchange earnings from transfers of individuals working in EU countries have increased significantly. The net inflow of currency through transfers even exceeds the volume of FDI, and largely balances the trade deficit in goods. A similar situation will also continue in 2021.

(3). Economic recovery is positively supported by the transformation of monetary policy – the gradual transition from "inflation targeting" to monetary expansion. Strict adherence of the NBU to inflation targeting in 2015-2019 not so much had an impact on inflationary components, as it led to the maintenance of high interest rates, restrictions on crediting, and losses of long-term resources, encouraged the flow of funds to finance significant budget deficits, etc.

In the future, the NBU will pursue a more balanced and rational policy that will allow commercial banks to support an expanded money supply, which in its turn will stimulate the real sector, improve the provision of the real sector with money and credit resources, and at the same time increase monetisation and reduce money circulation. This consequently will reduce inflationary pressure (table *"Monetary aggregates"*).

Monetary aggregates,
growth, % to the beginning of the year (unless stated otherwise)

	2019	6 months 2020	2020(e)	2021(f)
Monetary Base	9,6	11,5	23,6	18,0
Money supply (M2)	12,7	12,1	25,4	20,0
Money velocity (GDP/M2-average annual)	2,9	2,8	2,5	2,2
Credits to the economy from deposit banks	-9,4	2,5	2,1	11,1

(4). Currency and foreign debt positions cannot yet be considered stable. Although Ukraine remained limited in access to the financial resources of international financial institutes in 2020, however, Ukraine has fully and in due time fulfilled payments on external obligations; neither does the schedule of external payments for the first half of 2021 look critical for execution (table *"Volumes of external payments in 2020-2021"*).

During the first half of 2021, the government and the NBU together must pay about \$ 2.5 billion, whilst the gross international reserves at the end of 2020 amount to more than \$ 28 billion (which, at the same time, at around 5 months of imports).

Volumes of external payments in 2020-2021,
\$ billion (as of 1.07.2020, adjusted on 1.10.2020)

	2020		2021			
	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Total, incl.	4,84	5,83	4,72	2,33	5,33	3,08
General Government (including OVDP owned by non-residents)	2,49	0,48	1,42	0,64	3,32	0,79
Central bank	0,38	0,05	0,46	0,04	0,45	0,12
<i>Info: Hryvnia OVDP of non-residents, UAH billion</i>	<i>5,48</i>	<i>2,33</i>	<i>8,91</i>	<i>4,20</i>	<i>8,14</i>	<i>4,71</i>

OVDP – domestic bonds

(5). Another stabilizing factor for currency and debt dynamics is the consistent exit of non-residents from the OVDP market²⁷¹. The accelerated exit of non-residents (as a reaction to the beginning of the coronavirus crisis in March 2020) provoked a depreciation shock: if at the end of February 2020 the exchange rate was UAH 24.6 / \$1, at the end of March it reached UAH 28.1 / \$1. Tribute should be paid to the NBU – the exchange rate shock was successfully minimised due to mass interventions in exchange markets (which, although it meant the loss of reserves, led to stabilisation of the monetary and currency environments).

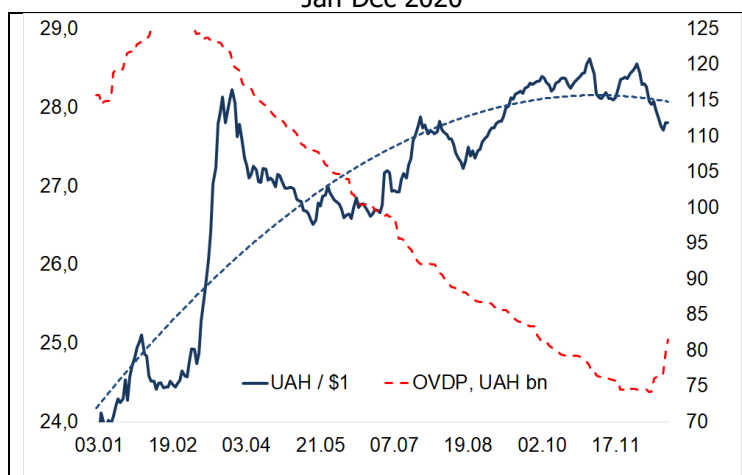
In the nearest future, the entry/exit of non-residents in/out OVDPs, accompanied by a weak appreciation/depreciation of the hryvnia, will not provoke new currency imbalances (chart *"Volume of OVDPs owned by non-residents and exchange rate"*).

It seems that the weak depreciation quite satisfies the foreign economic sector and the banking environment and allows keeping interbank credit rates at a fairly low level. This

²⁷¹ Although OVDPs are mostly denominated in hryvnias, the active participation of non-residents in this market (inflow of foreign currency to purchase OVDPs, and subsequent withdrawal of income converted into foreign currency) generates risks as characteristic for foreign debt instruments.

gives grounds to claim that thanks to a weak depreciation of the hryvnia in 2021 it will be possible to achieve sufficient transparency and accessibility of credit markets.

Volume of OVDPs owned by non-residents and exchange rate,
Jan-Dec 2020



In early December, unexpectedly for many experts, and despite not being connected to the IMF, Ukraine managed to obtain significant external resources – more than \$ 1.5 billion. In addition to the return of non-residents to the OVDPs market (due to yield increasing), almost simultaneously the following took place:

- € 600 million has been received from the European Commission (under the new macro-financial assistance program);
- \$ 600 million of the additional issue of Eurobonds has been issued;
- \$ 300 million from the World Bank has been received as additional funding to address the consequences of the coronavirus.

These revenues significantly improved the state of the international reserves of Ukraine, which exceeded \$ 29 billion, and virtually removed currency and debt risks in the first half of 2021. Moreover, if in 2021 funding from the IMF and the World Bank is delayed again, Ukraine will be able to spend part of its reserves to prevent external pressures and imbalances (table above "*Growth of real GDP and main indicators*").

It should be recognised that in 2021 the risks and challenges in the Ukrainian economy will remain significant, and so far there are no factors that would give hope of a speedy recovery. Indeed:

- new incentives for the development of small and medium-sized businesses will not appear (announced initiatives to stimulate entrepreneurship are extremely insufficient for real recovery);
- the sectoral structure remains outdated – in the absence of investment, competitiveness will remain low and will not "catch up" with global challenges;
- access to financial and credit resources, although expanding, will remain limited;
- support for exports and exporters will not have adequate resources,

this, finally, DOES NOT ALLOW cause for hope in the restoration of stable positive dynamics of the real sector in 2021-2022. The expected weak positive dynamics of GDP in 2021 in many aspects will be caused mainly by the "(low) base effect" of 2020, and not by structural recovery or by strengthening the competitiveness of the country.

And only under the condition of institutional and structural changes, determination of strategic directions of actions, and depoliticisation of economic decisions, will it be possible to expect a certain acceleration of transformations which is associated with the vision of a risky but nevertheless positive scenario of the development of Ukraine in 2021-2022.

Виклики для системи охорони здоров'я України внаслідок розвитку пандемії Covid-19

Ірина БОБУХ,
завідувачка відділу економічного зростання та структурних змін в економіці
ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України»

Олена ГЕРАСИМОВА,
науковий співробітник відділу економічного зростання
та структурних змін в економіці
ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України»

Iryna BOBUKH, Olena HERASIMOVA. **Challenges for Ukraine's health system due to Covid-19 pandemic development.** *Having recalibrated the functioning of economies around the world and triggered their restructuring, the SARS-CoV-2 coronavirus pandemic will apparently leave deep scars, but also creating new opportunities and prospects. The key to overcoming consequences of the pandemic is timely and reasonable measures within the health system and avoidance of gaps in the prevention of further spread of coronavirus, such as organising Covid-19 PCR testing. In countries where the number of tests per patient increased compared to the previous period, the rate of pandemic growth has reduced.*

Apart from sufficient number of tests, the spread and severity of Covid-19 also depends the level of a vital immunomodulator, D₃ hormone, in human blood, which often appears low. Countries with lower levels of D₃ in population have more Covid-19 cases. This hormone has immunomodulatory and protective properties against Covid-19, including cytokine storm prevention. During the first wave of pandemic in Europe, Ukraine managed to keep the number of Covid-19 cases low owing to introduction of one of the toughest lockdowns, which had devastating consequences for the economy and was very costly in economic terms. At the same time, D₃ supplements are safe, cheap and effective in terms of both health and cost-effectiveness.

Пандемія Covid-19, викликана коронавірусом SARS-CoV-2, внесла корективи у функціонування різних економік світу, спричинила їх переструктурування і, вочевидь, залишить глибокі рубці, водночас створивши нові можливості й перспективи. Протиепідемічні заходи та підрахунки можливих втрат суттєво різняться для країн. Проте очевидно одне: країни ЄС та світу намагаються пристосувати всі сфери економічної діяльності для подолання наслідків пандемії та мінімізації людських втрат. Головна роль в цьому процесі відводиться системі охорони здоров'я, ступеню її готовності до новітніх викликів, основним заходам та прогалинам в організації протидії поширення коронавірусу в Україні.

Огляд поточної ситуації в Україні і світі. Поширення коронавірусу вже змінило економічну структуру, створивши нові перешкоди і перспективи економічного розвитку. Й передусім це стосується сфери охорони здоров'я. Так, зіткнувшись із зупинками та хаосом, лікарі стали більш широко використовувати цифрові комунікації та аналітику. Пандемія прискорила створення того, що, схоже, стане новим бізнесом на трильйон доларів: за оцінками Інституту МакКінзі, глобальні доходи від цифрової медицини – від телемедицини, Інтернет-аптек, переносних пристроїв і т.д. – зростуть з \$350 млрд. минулого року до \$600 млрд. у 2024р.; а, за даними дослідницької фірми *CB Insights*, у III кв. 2020р. до приватних фірм, що спеціалізуються на наданні цифрових послуг у сфері охорони здоров'я, надійшло рекордне фінансування у \$8,4 млрд. – вдвічі більше, ніж за аналогічний період 2019р.²⁷² Водночас, у ЄС, як і в Україні, більшість країн

²⁷² The Dawn of digital medicine. / The Economist. – Dec. 5th-11th 2020. – P.54–55.

запровадила досить жорсткі карантинні заходи, що спричинили різке обмеження окремих видів економічної діяльності та сповільнення темпів національних економік.

Умовно заходи стосувались 6 основних типів людської діяльності:

- (1) національні заходи (міжнародні змагання, фестивалі, виставки, зібрання людей тощо);
- (2) діяльність закладів освіти та спорту (шкіл, дитячих садочків, курсів, гуртків, спортивних секцій тощо);
- (3) внутрішні поїздки громадян, робота громадського транспорту;
- (4) робота магазинів, готелів і ресторанів (крім магазинів критичної необхідності і ресторанів з доставкою і на виніс);
- (5) міжнародні контакти (перетин кордону, транзитні перевезення та перевезення громадян);
- (6) діяльність аеропортів та пасажирські авіап перевезення.

Слід сказати, що, оскільки початок поширення вірусу в Європі був приблизно однаковим для різних країн (± 2 тижні), то й карантинні заходи вводились в один період часу (упродовж першої половини березня 2020р.). Для перерахованих видів діяльності різними країнами застосовувались жорсткі, часткові обмеження або, щодо окремих видів, обмеження були відсутніми взагалі (таблиця «Застосування обмежувальних заходів...»²⁷³).

Застосування обмежувальних заходів для різних видів діяльності у країнах ЄС під час першої хвилі пандемії

Країни	Види діяльності						Кількість хворих на 27.04.2020		Кількість хворих на 27.06.2020		Зростання кільк. хворих, разів
	1	2	3	4	5	6	всього	на 1 млн.	всього	на 1 млн.	
Греція	+	+	+	+	+	+	2534	243	3366	323	1.33
Словенія	+	+	+	+	+	+	1402	674	1572	756	1.12
Польща	+	+	+	+/-	+	+	11902	314	33714	891	2.83
Румунія	+	+	+	+	+/-	+	11339	589	26022	1353	2.29
Франція	+	+	+	+	+	+/-	128339	1966	162936	2496	1.27
Словаччина	+	+	+/-	+/-	+	+	1381	253	1657	304	1.20
Фінляндія	+	+	+/-	+/-	+	+	4695	847	7198	1299	1.53
Чехія	+	+	+/-	+	+	+/-	7431	694	11298	1055	1.52
Італія	+	+	+	+	+/-	+/-	199414	3298	240136	3972	1.20
Данія	+	+	-	+	+	-	8698	1502	12675	2188	1.46
Німеччина	+	+	+/-	+	+/-	+/-	158142	1887	194689	2324	1.23
Хорватія	+	+	+/-	+	+/-		2039	497	2624	639	1.29
Австрія	+	+	+/-	+	+/-	+/-	15274	1696	17580	1952	1.15
Латвія	+/-	+/-	+/-	+/-	+/-		818	434	1115	591	1.36
Литва	+/-	+	+/-	+/-	+/-		1449	532	1813	666	1.25
Угорщина	+	+	+/-	+/-	+/-	+/-	2583	267	4138	428	1.60
Швеція	+	+/-	+/-	-	+/-	+/-	18926	1874	65137	6450	3.44
ЄС всього							942406		1273620		1.35
<i>Довідково</i>											
Україна	+	+	+	+	+/-	+	9009	206	42065	962	4.67

Примітки: + (жорсткі обмеження), +/- (часткові обмеження), - (обмеження не застосовуються)

Швидкість реагування на поширення вірусу в окремо взятій країні та перелік обмежувальних заходів, що застосовувались, частково вплинули на динаміку зростання кількості хворих та навантаження на медичну систему. Хоча це були

²⁷³ Складено авторами на основі даних Worldometers.info та даних Єврокомісії.

не єдині фактори поширення Covid-19. Досить суттєвими виявились соціокультурні звички в різних країнах: ментальність, схильність до самодисципліни, розмір особистого простору, що є різними для різних народів, також вплинули на динаміку зростання кількості хворих. Також у динаміці розповсюдження коронавірусу неабияку роль зіграла кількість проведених ПЛР-тестувань, причому доцільніше використовувати показник, що відображає співвідношення загальної кількості тестувань до загальної кількості хворих. Також має значення приріст кількості хворих та проведених ПЛР тестувань за певний проміжок часу.

Авторами було виділено 3 інтервали розповсюдження SARS-CoV-2 у країнах Європи:

- перша хвиля коронавірусу (період з 27.04. по 27.06.2020р.), коли більшість країн ввели місцеві локдауни та налагодили регулярне тестування населення. Більш ранній період березня-квітня характеризується відсутністю релевантної статистики, тому він не був включений у дослідження;
- спад поширення пандемії в Європі, що охоплює період з 28.06. по 22.08.2020р.;
- поширення другої хвилі SARS-CoV-2 у країнах Європи (і як її частковий варіант – затяжне продовження першої хвилі, яке ми спостерігаємо в Україні та деяких країнах ЦСЄ), що охоплює період від 23.08. по 27.10.2020р. (таблиця «Загальна кількість хворих та ПЛР тестувань...»²⁷⁴).

Загальна кількість хворих та ПЛР тестувань у країнах Європи за періодами

	Захворіло за період, всього			ПЛР-тестів за період, всього		
	27.04.2020- 27.06.2020	28.06.2020- 22.08.2020	23.08.2020- 27.10.2020	27.04.2020- 27.06.2020	28.06.2020- 22.08.2020	23.08.2020- 27.10.2020
Франція	34597	75066	960693	920971	4615367	9271734
Італія	40722	18000	306642	3487611	2662993	7012820
Німеччина	36547	39168	229562	3339986	4784711	10183010
Чехія	3867	10492	262243	322738	293335	1283769
Польща	21812	27467	219048	1172103	1023461	1953648
Румунія	14683	51522	139672	543784	951752	1457156
Швейцарія	2391	8072	87415	310015	375101	898757
Швеція	46211	20931	29717	350107	585403	1044734
Австрія	2306	7482	61040	364958	489660	1024420
Угорщина	1555	995	58509	204638	124648	607182
Словаччина	276	1659	42740	133874	103126	395092
Данія	3977	3564	25918	842926	1147389	2864985
Хорватія	585	5276	30721	42620	73305	308984
Греція	832	5015	24371	235050	536871	860312
Словенія	170	1045	22986	50081	47403	189136
Норвегія	1247	1453	8367	148846	288407	978780
Фінляндія	2503	708	7257	155063	311357	899643
Україна	33056	60906	252630	538447	768760	1686562
Сербія	5517	16756	10332	312891	481921	436220
Чорногорія	148	3844	12778	8101	31965	41482

Загальна кількість ПЛР-тестувань в Україні (див. наведену таблицю) зростала з меншою швидкістю, ніж загальна кількість хворих. Разом з тим, окремі країни Європи під час спаду першої хвилі в цей період, навпаки, зуміли суттєво збільшити обсяг тестувань (Швеція, Норвегія, Фінляндія, Німеччина). Саме ці

²⁷⁴ Складено авторами на основі звітів ВООЗ та інтернет-порталу Worldometers.info.

країни під час розгортання другої хвилі пандемії (третій досліджуваний період) сьогодні показують найнижчі темпи зростання загальної кількості хворих.

Оцінка рівня тестувань. Яка ж кількість тестувань є достатньою? Чому один і той самий рівень тестування в різних країнах дає різні результати? Для з'ясування цього питання потрібно розуміти структуру тестувань у країнах. У загальному випадку підлягають тестуванню такі основні групи:

- 1) особи з підозрою на Covid-19;
- 2) особи, що хворіють, для підтвердження факту одужання;
- 3) контактні з хворими особи;
- 4) особи, що підлягають систематичному тестуванню для виконання ними функціональних обов'язків (лікарі, військові, поліція, державні службовці тощо);

5) умовно в окремий п'ятий кейс можна виділити Словаччину, яка є єдиною країною у світі, яка запровадила масове тестування всього населення (4-мільйонного). Наразі протягом двох вихідних жовтня і листопада протестовано близько 95% цільової групи, з яких позитивними виявилися 38 000 тестів, і цих людей попросили самоізолюватись вдома. Це являє собою 1% коефіцієнт позитивності тестування. На даний час це очікуваний показник для населення європейської країни. Словаччина також використовувала експрес-тестування на антитіла, яке, незважаючи на змінну частоту помилково негативних показників, залежно від того, хто проводить тести та в яких умовах, може дати результати протягом 30 хвилин, дешевше, ніж ПЛР, і може бути проведене без необхідності спеціалізованої лабораторії²⁷⁵.

Перші три групи безпосередньо пов'язані з темпами розповсюдження пандемії у країні, четверта група є величиною сталою і визначається загальною кількістю відповідних осіб. Спроможність держави у подоланні наслідків пандемії проявляється у можливостях проведення достатньої кількості тестувань, й найбільш прийнятним у даному випадку є показник зроблених тестів на 1 хворого за певний проміжок часу. У країнах, де кількість тестів на одного хворого зростала порівняно з попереднім періодом, зменшувались темпи поширення пандемії. І навпаки, при зниженні рівня тестувань пришвидшувався приріст хворих. В Україні рівень тестування на 1 хворого є одним з найнижчих порівняно з країнами ЄС. Такі ж низькі показники мають країни Вишеградської четвірки, де за останні 2 місяці темпи зростання кількості хворих були найбільшими (діаграма «Зіставлення рівнів збільшення кількості хворих...»²⁷⁶).

Аналіз статистичних даних показав, що на динаміку поширення корона-вірусу безпосередній вплив мають територіальні сусіди. Так країни, що мають спільні кордони, найчастіше мають однакову динаміку щоденних приростів хворих з поправкою на загальну чисельність населення країн. Наприклад Румунія, що є близькою до України не тільки територіально, кліматично, а й ментально, та вводила аналогічні обмежувальні заходи, під час першої хвилі пандемії (квітень-червень 2020р.) мала під час першої хвилі подібну динаміку зростання кількості хворих. Проте завдяки більшій кількості тестувань під час другої хвилі Румунія має менший темп зростання, ніж Україна. Для України мінімально необхідним тестування у діапазоні 12-15 тестів на одного хворого.

²⁷⁵ Lessons from around the world on fighting COVID's second wave / The conversation. – November 20, 2020. – <https://theconversation.com/lessons-from-around-the-world-on-fighting-covids-second-wave-150432>.

²⁷⁶ Складено авторами на основі звітів BOO3 та інтернет-порталу Worldometers.info.

Зіставлення рівнів збільшення кількості хворих на Covid-19 (разів, права шк.) з середньою кількістю тестів на 1 хворого в Україні та країнах світу (одиниць, ліва шк.), 23.08-27.10.2020р.



Така кількість обумовлена тим, що для особи, яка захворіла, потрібно зробити щонайменше 3 тести. Також ближнє коло контактних осіб складає 5-7 людей (включаючи родину та колег по роботі). Отже, лише на 1 хворого буде припадати 8-10 тестів. До цього слід додати осіб, яким регулярно зобов'язані проводити тестування. На 10 тис. нових хворих щоденна мінімальна кількість тестів повинна бути на рівні 100 тисяч. Проте на сьогоднішній день ми маємо у 2-2,5 рази меншу кількість. Для приборкання епідемії дуже важливо, щоб темп збільшення тестувань перевищував темпи зростання хворих, а на спадній хвилі загальний обсяг протестованих залишався на тому ж рівні. Недостатня кількість тестувань призводить до того, що значна частина контактних осіб не відслідковується, що спричиняє подальше безконтрольне поширення інфекції. Також значна частина хворих потрапляє до лікарень вже у важкому стані, збільшуючи навантаження на всю медичну систему.

Важливість імуномодулятора. Крім достатньої кількості тестувань, на темпи розповсюдження й тяжкість захворювання на Covid-19 впливає й інший показник – рівень життєво важливого імуномодулятора – гормону D₃ у крові людини, який часто виявляється заниженим. А у країнах з нижчими рівнями гормону D₃ у населення спостерігається більше випадків Covid-19 на 1 млн. осіб (діаграма «Відповідність рівнів гормону D₃ та спалахів Covid-19...»²⁷⁷).

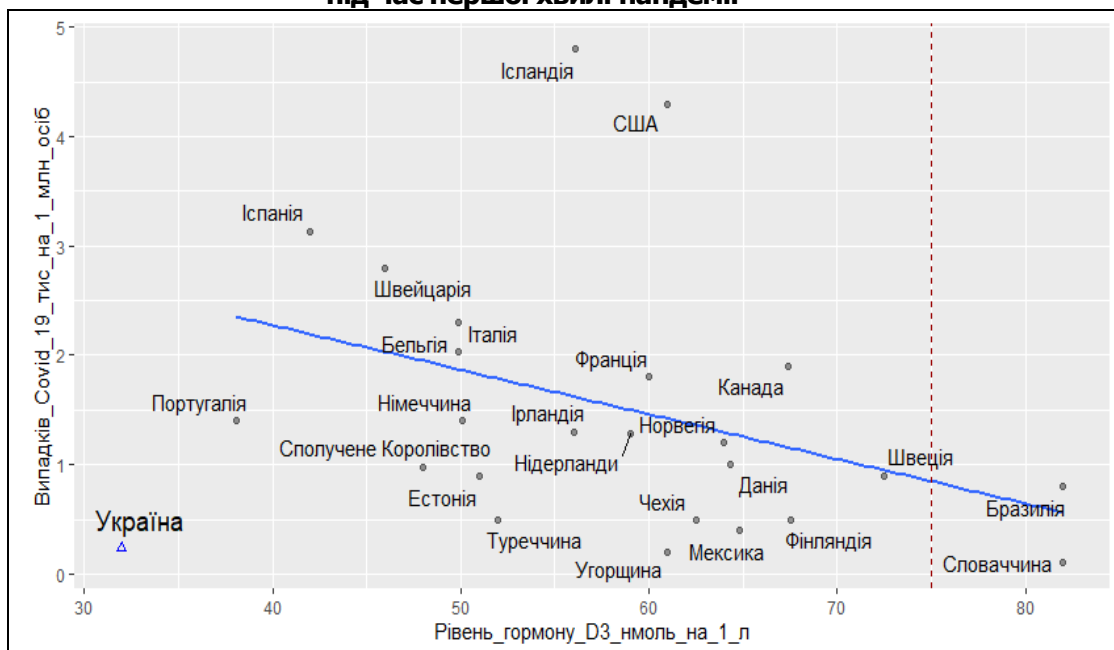
Однак важливо відзначити, що у більшості країн з досліджуваної групи рівень гормону D₃ у крові населення є недостатнім. Інститут медицини та Комітет з ендокринної практики дійшли висновку, що рівень 25(OH)D₃ в сироватці крові нижче 25 нг/мл²⁷⁸ (<62,5 нмоль/л) вважається дефіцитом гормону D₃ і рівень нижче 30 нг/мл (<75 нмоль/л) вважається недостатнім. Рівень 25(OH)D₃ у сироватці крові від 30 нг/мл до 150 нг/мл вважається нормальним. В Україні

²⁷⁷ Складено на основі даних інтернет-порталів Worldometers.info, University of East Anglia; Matthews S., Spencer B. Terrifying chart shows how Covid-19 patients who end up in hospital may be almost certain to die if they have a vitamin D deficiency / MailOnline. – <https://www.dailymail.co.uk/news/article-8432321/Government-orders-review-vitamin-D-role-Covid-19.html>.

²⁷⁸ 1 нг/мл = 2,5 нмоль/л.

рівень гормону D₃ у крові населення в середньому становить 32 нмоль/л²⁷⁹, що є надзвичайно дефіцитним і найменшим у групі досліджуваних країн. Вченими на основі ряду досліджень було доведено, що гормон D₃ має імунomodulatory активність і захисну дію проти Covid-19: модулює вроджену та набуту імунну систему у відповідь на вторгнення бактеріальних та вірусних патогенів²⁸⁰. Він також діє як модулятор ренін-ангіотензинового шляху і знижує регуляцію АПФ2^{281,282}.

**Відповідність рівнів гормону D₃ (нмоль/л)
та спалахів Covid-19 (тис. та 1 млн.) в Україні та країнах світу
під час першої хвилі пандемії**



Отже, гормон D може допомогти у лікуванні Covid-19, в т.ч. запобігаючи цитокиновій бурі та подальшому гострому респіраторному дистрес-синдрому, що часто є причиною смертності²⁸³. Низької кількості випадків Covid-19 під час першої європейської хвилі пандемії вдалося досягти лише внаслідок запровадження одного з найжорстокіших карантинів (табл. 1), що мало руйнівні наслідки для економіки й коштувало дуже дорого в економічному сенсі. Водночас добавки з гормоном D₃ безпечні, дешеві та легкодоступні:

²⁷⁹ Tsagkaris C. and Hoian A. Vitamin D Deficiency in Greece and Ukraine. Science. European Student Think Tank. – <https://esthinktank.com/2019/06/01/vitamin-d-deficiency-in-greece-and-ukraine/>; Povoroznyuk, et al. Actual nutrition, Vitamin D deficiency and bone mineral density in an adult population in different regions of Ukraine. Trauma, 13(4), P.12-16; Hoian, A., Pankiv, I. Vitamin D status in the population of highlands regions of the Subcarpathia. Almanah nauky, 23(2), P.15-18.

²⁸⁰ Gruber-Bzura BM. Vitamin D and Influenza-Prevention or Therapy? International journal of molecular sciences. 2018;19(8).

²⁸¹ Ангіотензинперетворюючий фермент 2 (АПФ2) – мембранний білок, екзопептидаза, що каталізує перетворення ангіотензину I в ангіотензин 1-9 і ангіотензину II в ангіотензин 1-7. АПФ2 людини є рецептором і точкою входу в клітину деяких коронавірусів.

²⁸² Xu J, et al. Vitamin D alleviates lipopolysaccharide-induced acute lung injury via regulation of the renin-angiotensin system. Molecular medicine reports. 2017;16(5):7432–8.

²⁸³ Xu Z, et al. Pathological findings of COVID-19 associated with acute respiratory distress syndrome. The Lancet respiratory medicine. 2020;8(4):420–2.

кошують лише 6 пенсів за пігулку²⁸⁴ і продаються в більшості аптек та супермаркетів.

Особливості України. Крім того, що Україна серед усіх країн світу провела навесні 2020р. чи не найжорсткіший локдаун, це було зроблено на фоні відсторонення держави від реальної фінансової допомоги, яка була присутня в інших країнах:

- замість безоплатної фінансової допомоги Уряд запропонував кредити для МСБ на виплату заробітної плати під час простою;
- не була надана підтримка найбільш постраждалим галузям (туризм, готельно-ресторанний бізнес, роздрібна торгівля, приватні пасажирські перевезення, побутові послуги та сфера розваг);
- у результаті припинення транспортного сполучення всіх типів частково була зупинена виробнича сфера, що не була віднесена до критичної, а забезпечення транспортування робітників на робочі місця було покладено на власників підприємств. Це спричинило скорочення не тільки обсягів сфери послуг, а й спад промислового виробництва. Низка підприємств, орієнтованих на випуск продукції кінцевого споживання (в першу чергу легкої промисловості та товарів широкого вжитку) і в наступні місяці буде відчувати на собі вплив карантинних заходів. Це пояснюється тим, що після поступової їх відміни не відбудеться наздоганяння попиту, оскільки окремі товари є сезонними, тож потреба в їх задоволенні буде відсутньою.

Вимога ізоляції мала супроводжуватися наданням допомоги, особливо самотніми громадянам, громадянам похилого віку, яким навпаки важче стало підтримувати власне здоров'я навіть за відсутності захворювання на Covid-19. Відрізними від цивілізації виявилися й жителі сел (де часто відсутні навіть аптеки), які за непрацюючої мережі громадського транспорту не могли придбати навіть найнеобхідніші ліки і речі першої необхідності для підтримки власного здоров'я навіть безвідносно до Covid-19, не кажучи вже про незадовільне реагування медичної системи на випадки захворювання Covid-19 у селах: від відмов у проведенні тестування за місцем проживання, навіть за наявності симптомів, до відсутності можливостей у госпіталізації.

Разом з тим, Україна не скористалась тимчасовою піврічною паузою у поширенні пандемії для ґрунтовної перебудови галузі охорони здоров'я під потреби хворих на Covid-19. Навпаки, зниження їх кількості внаслідок жорсткого обмеження щодо пересування та введення системи штрафів, створило оманливу ілюзію закінчення першої хвилі поширення коронавірусу в Україні. Внаслідок цього чималі кошти з фонду боротьби з ковідною інфекцією почали спрямовуватись на інші цілі.

Основними прогалинами у перебудові системи охорони здоров'я стали:

1. Відсутність достатньої кількості тестувань.
2. Неготовність лікарень другої та третьої хвиль до прийняття пацієнтів.
3. Втрата довіри населення до антипандемічних заходів внаслідок непередбаченої карантинної політики та суперечливих заяв очільників МОЗ.

Висновки та пропозиції. Оскільки подальше поширення пандемії та її інтенсивність з високою ймовірністю будуть більш інтенсивними під кінець 2020р. – на початку 2021р., Україна може зіткнутись з необхідністю повторного

²⁸⁴ Matthews S., Spencer B. Terrifying chart shows how Covid-19 patients who end up in hospital may be almost certain to die if they have a vitamin D deficiency / <https://www.dailymail.co.uk/news/article-8432321/Government-orders-review-vitamin-D-role-Covid-19.html>.

введення жорстких карантинних обмежень. Проте, враховуючи попередній сумний досвід весняного локдауну та непродуманої урядової політики, введення обмежень повинно супроводжуватись такими заходами:

1. Рекомендації щодо роботи громадського транспорту. Враховуючи досвід деяких країн щодо збільшення фізичного дистанціювання, раціональним є запровадження «плаваючого графіка» роботи окремих установ та організацій у випадку роботи офф-лайн (це стосується розведення у часі, наприклад, початку роботи шкіл та закладів вищої освіти для зменшення навантаження на транспорт, як це зроблено у Білорусі). У разі переходу частини підприємств та установ на «плаваючий графік» роботи, кількість громадського транспорту, задіяного не в часи пік, потрібно збільшити до максимального рівня. Будь-які більш жорсткі заходи щодо обмеження підприємницької діяльності повинні супроводжуватись державною фінансовою підтримкою осіб, які внаслідок карантинних заходів змушені перервати свою трудову та підприємницьку діяльність на рівні прожиткового мінімуму.

2. Рекомендації щодо ведення навчального процесу. Враховуючи необхідність зменшення кількості учнів або студентів, що одночасно перебувають в навчальних аудиторіях закладів освіти, можливо, є доцільним встановлення очно-дистанційного навчання за принципом 2/2 чи 3/3 тижні. Тобто, класи (групи) діляться навпіл і займаються очно через 2 (3) тижні. У період дистанційного навчання половина класу (групи) працює над завданнями, які були отримані упродовж очної частини навчань. Лекції та семінари можна проводити в режимі відео-конференцій, а очні навчання присвятити виконанню лабораторних та практичних занять, що неможливо провести дистанційно. Крім того, такий поділ значно скоротить ймовірність зараження, оскільки вдвічі знизиться кількість контактних осіб.

Ці рекомендації повинні стосуватись навчання в коледжах та університетах, а також середньої (починаючи з 7 класу) та старшої школи. Для молодшої школи та 5-6 класів середньої школи дистанційне навчання вводити недоцільно.

3. Робота магазинів в умовах посилення карантинних обмежень. При поверненні до більш жорсткого карантину ні в якому разі не можна зменшувати роботу магазинів та супермаркетів. Навпаки, їх робота має бути максимально розтягнута в часі впродовж доби для зменшення загальної кількості покупців, які перебувають в магазині одночасно.

4. Рекомендації для системи охорони здоров'я. Враховуючи надзвичайно низький рівень охоплення населення тестами на Covid-19 та гормон D₃, слід переструктурувати витрати, закладені на боротьбу з пандемією в Законі про Бюджет на 2021р.: для збільшення кількості лабораторій та матеріалу для проведення відповідного тестування, яке протягом зимового періоду 2020-2021рр. повинно стати доступним абсолютно всім без виключення хворим на ГРВІ, а не тільки у випадку виявлення пневмоній. Більшість країн, що мають успішніший досвід боротьби з Covid-19, додатково запровадили програми щодо підтримки найбільш вразливих верств населення (в першу чергу тих, хто має хронічні захворювання). Такі програми мають включати різні протоколи лікування та реагування на скарги хронічних хворих, а самі протоколи лікування мають бути удосконалені з урахуванням найважливіших досягнень світової науки, у т.ч. в напрямі суттєвого збільшення щоденних доз гормону D₃. Зокрема Французька національна медична

академія²⁸⁵ у своєму прес-релізі наголошує, що прийом гормону D₃ – це простий і недорогий захід, який відшкодовується Французькою національною медичною страховкою, і рекомендує ударну дозу від 50 000 до 100 000 МО гормону D₃ у випадку дефіциту (за результатами тестування на 25(OH)D₃) у людей, старших за 60 років, що сприятиме зменшенню респіраторних ускладнень.

Численні міжнародні дослідження показують, що основним джерелом зараження є тісні контакти людини впродовж тривалого часу в замкнених приміщеннях (інтернати, лікарні, гуртожитки, монастирі, тюрми та ін.). Натомість практично відсутні, за винятком одиничних випадків, підтвердження зараження людей в громадському міському транспорті (за умови помірного пасажирського навантаження). Абсолютно безґрунтовними виявилися обмеження щодо відвідування парків та інших рекреаційних зон. Натомість введення жорстких карантинних заходів, що фактично відрізали у весняний період переважну більшість населення від свіжого повітря, нанесли шкоду у вигляді зростання кількості пневмоній нековідного характеру наприкінці літа 2020р. внаслідок суттєвого зниження імунітету. Подальша можлива заборона прогулянок на свіжому повітрі в осінньо-зимовий період у разі введення повторного локдауну нанесе шкоду загальному здоров'ю громадян України. Тому основний акцент повинен бути зроблений на посиленні контролю за епідеміологічним станом у закладах закритого типу та на фізичному дистанціюванні в місцях громадського перебування.

5. Підтримка економіки в умовах пандемії. Враховуючи, що економічні суб'єкти є безпосередніми наповнювачами бюджету, з якого виділяються кошти в тому числі і на систему охорони здоров'я, дуже важливо максимально підтримати всі види діяльності, особливо ті, де частка малого і середнього бізнесу є найбільшою. МСБ, з одного боку, забезпечує створення робочих місць (включно з самозайнятими та сімейним бізнесом), а, з іншого боку, є одним з джерел надходження податків до державної казни та джерелом споживання продукції, виробленої іншими галузями. Тому в подальшому доцільно провести дослідження, що б дозволило прослідкувати ті трансформації, які відбулися за останній рік внаслідок світової пандемії у сфері виробництва та споживання окремих видів товарів та послуг на внутрішньому ринку для виявлення найменш захищених груп населення.

²⁸⁵ Vitamin D and Covid-19: Press release from the French National Academy of Medicine. – 22 May 2020. – Paris, 2020. – P.1.

Особливості розвитку монетарної політики в умовах пандемії

Євген БУБЛИК,

старший науковий співробітник відділу грошово-кредитних відносин
ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України»

*Yevhen BUBLYK. **Monetary policy development in the pandemic.** The article analyses relevant measures by central banks and governments to ensure financial support to national economies in response to the global pandemic threats. The planned measures reflect attempts to reproduce the "quantitative easing" policy. The difference is in larger volumes and shorter term of their implementation. Also different are the accompanying conditions, such as disrupted transmission mechanism, already low interest rates and inflation. Such circumstances raise the issue of the effectiveness of monetary policy focused on low inflation, limited emission and regulation of business activity with interest rates.*

The peculiarities of financial support measures generate a number of important challenges for monetary regulators. The task of bringing the issued liquidity to the target segments in need of financial support remains urgent. Substantial growth of money supply and negative expectations of market participants increase the risk of going beyond the inflation target. Moreover, the implementation of financial support measures increases the debt burden. These risks are most relevant to emerging economies and their implementation may exacerbate existing inequalities at both national and international levels.

Some results of the new "quantitative easing" policy that are already visible in Central and Eastern Europe, including Ukraine, in some way confirm the reality of identified threats. Despite a significant increase in the volume of liquidity, the loan growth rate is slowing down, the debt burden is growing, and the inflation rate shows increased volatility. The contradiction between large-scale emission and existing approaches to monetary regulation makes changes in monetary policy objectives in favour of supporting economic growth within a given economic cycle highly likely.

На відміну від глобальної кризи 2008р., причини якої, значною мірою, сформувались у фінансовому секторі, поточний низхідний етап економічного циклу почався без участі фінансових ринків. Проте, центробанки різних країн не лишилися осторонь. Для подолання першопочатково біологічної кризи запроваджено низку масштабних заходів з арсеналу монетарних політик, що був напрацьований у попередні періоди. Попри обмежений період та певний брак даних щодо результативності вжитих заходів, аналіз перших ефектів набуває високої актуальності для визначення можливих напрямів подальшого розвитку підходів до монетарного регулювання в умовах глобальної невизначеності.

Першочергові заходи центральних банків. Неочікуваний характер та безпрецедентні виклики, що сформувала пандемія COVID-19 у 2020р., зумовили необхідність надзвичайних заходів і з боку монетарних та фінансових регуляторів. У загальному вигляді ці заходи покликані підтримати сукупний попит, ділову активність та запобігти небажаним банкрутствам (як приватних осіб, так і юридичних, у т.ч. фінансових установ). Для центробанків ці завдання перекликаються із потребою забезпечення стійкості фінансових ринків, розширення кредитної пропозиції, запобігання небажаним інфляційним процесам. У спробі вирішити поставлені завдання, в черговий раз, після кризи 2008р., регулятори звернулись до зниження відсоткових ставок та політики кількісного пом'якшення, тільки тепер у ще більших масштабах.

Вже у березні 2020р. переважна більшість центробанків країн ОЕСР оголосила про зниження резервних ставок. Як наслідок, ставки ЄЦБ, ФРС США, центральних банків Англії, Норвегії, Австралії, Канади, Ізраїлю опинились у

діапазоні 0-0,25%. Знизили свої ставки і центробанки країн Центрально-Східної Європи (ЦСЄ). Ці заходи фактично стали продовженням тренду на зниження ставок, який був започаткований ще у попередньому році на тлі загального уповільнення економік країн ЄС. Пандемія поглибила цей процес. Були знижені ставки центробанків Румунії (з 2 до 1,5%), Польщі (з 1 до 0,1%), Чехії (з 2,25 до 0,25%), Угорщини (з 0,9 до 0,6%).

На додаток до зниження ставок, зайшла мова і про кількісне пом'якшення. У тому ж березні на саміті *G-20* були оголошені плани здійснити вливання у світову економіку \$5 трлн., щоб «зробити все можливе для подолання наслідків пандемії».²⁸⁶ ЄЦБ розширив діючу програму викупу активів *APP* на додаткові €120 млрд. та запустив спеціальну програму викупу активів під час пандемії (*PEPP*).²⁸⁷ Орієнтовний обсяг останньої програми – €1,35 трлн., а тривалість – до червня 2021р.²⁸⁸

Загалом, за даними компанії McKinsey уряди 54 країн планують виділити на підтримку своїх економік понад \$10 трлн.²⁸⁹ Тільки у межах країн Західної Європи планується емісія понад \$4 трлн. Такі обсяги у 30 разів перевищують обсяг плану Маршалла та у три рази – емісію за часів кризи 2008р.

Віддаючи належне оперативності та масштабам оголошених планів, досвід та результати попередніх заходів кількісного пом'якшення викликають низку запитань, відповіді на які бажано отримати ще до того, як дані заходи будуть втілені повною мірою. Зокрема такими питаннями є:

- як забезпечити доведення емітованих коштів до цільових сегментів?
- чи можна знову розраховувати на помірну інфляцію після масштабної емісії?
- як вплине пом'якшення на структурно-функціональні параметри фінансових ринків?
- чи не стане наслідком пандемії та вжитих фінансових заходів поглиблення нерівності на національному та міжнародному рівнях?

Для досягнення бажаних результатів оперативні фінансові вливання повинні за короткий термін надійти у критичні сфери економіки та забезпечити підтримку фінансової стабільності, достатку домогосподарств та допомогти компаніям пережити буремний період. У фінансовій сфері вирішити ці завдання покликані вливання ліквідності, зниження норм резервування, пряме кредитування та гарантії по кредитах, зниження тарифів, відтермінування виплат по боргах, податках тощо.

Із зазначених понад \$10 трлн. фінансової допомоги, близько 30% припадає на державні гарантії, по 20% – на зниження тарифів та вливання ліквідності і

²⁸⁶ Kalin S., Lawder D. G20 leaders to inject \$5 trillion into global economy in fight against coronavirus. Reuters. March 26, 2020. – <https://www.reuters.com/article/us-health-coronavirus-g20-saudi-idUSKBN21D0XL>.

²⁸⁷ Lane P. The ECB's monetary policy in the pandemic: meeting the challenge. Speech at the 62nd NABE Annual Meeting "Global Reset? Economics, Business, and Policy in the Pandemic". 2020. 6 October. – <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/>.

²⁸⁸ Marmefelt T. COVID-19 and economic policy toward the new normal: a monetary-fiscal nexus after the crisis? CASE. 2020. P.8.

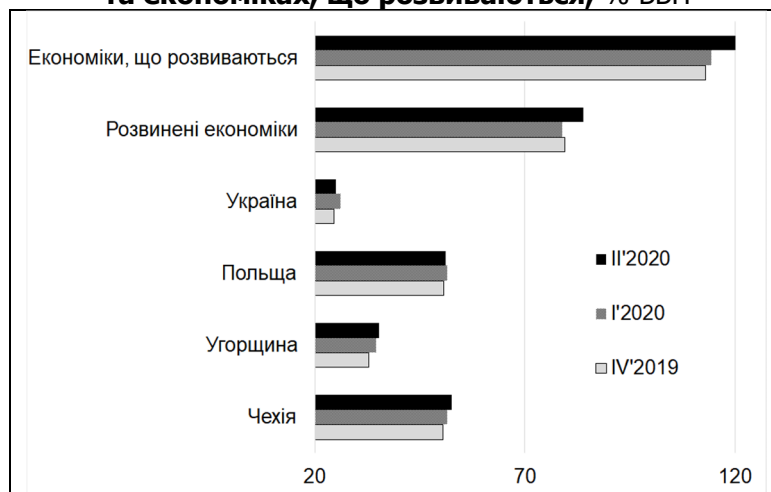
²⁸⁹ Cassim Z., et al. The \$10 trillion rescue: How governments can deliver impact. McKinsey & Company. 2020. – <https://www.mckinsey.com/industries/public-and-social-sector/our-insights/>.

тільки 10-15% – на пряме кредитування.²⁹⁰ Таким чином, можна припустити, що лише близько половини фінансової допомоги матиме справді цільовий характер. Тоді як інша половина буде спрямована на відновлення ліквідності у фінансовому секторі.

Такий розподіл певною мірою відображає актуальну особливість структури національних економік, що ускладнює їх порятunek засобами фінансової підтримки. Гіпертрофована роль фінансового сектору, кризові шоки у межах якого чинять потужний негативний вплив на всю економіку, зумовлює необхідність виділення йому більшої частини ресурсів. Порушені механізми монетарної трансмісії, структурні диспропорції на кредитних ринках та слабкий функціонал цільового інструментарію обмежують потенціал кредитної підтримки підприємств та домогосподарств.

Оцінка кредитних впливів. Наявні структурно-функціональні деформації на фінансових ринках зберегли свої прояви в умовах пандемії. Найбільша активність спостерігається на ринках акцій. Водночас, помітно скорочення потоків прямих іноземних інвестицій, відновлювальних кредитних ліній, доходів страхового ринку. Що стосується кредитування, як одного з основних каналів трансмісії розширення ліквідності на підтримку споживчої та ділової активності, то і тут ситуація примушує висловити певні перестороги. Хоча, наявні квартальні звіти показують, помітне зростання кредитного навантаження у сегменті розвинених економік (приріст кредитів на 4,5% відносно ВВП у період I кв. 2019р. – II кв. 2020р.) і ще більше у сегменті економік, що розвиваються (приріст протягом вказаного періоду – 8,9% до ВВП). Водночас, у ряді економік ЦСЄ, зокрема, Угорщині, Чехії кредитування виросло помітно менше (1,5-2%), а у Польщі, Україні взагалі скоротилось (діаграма «Зміна кредитного навантаження...»²⁹¹).

Зміна кредитного навантаження у розвинених економіках та економіках, що розвиваються, % ВВП



Слід зазначити, що останні аналітичні звіти містять ще більш негативні ознаки того, що кредитна підтримка матиме обмежений вплив на ділову активність. Так, жовтневий огляд банківського кредитування Єврозони продемонстрував негативні сигнали кредитного стиснення внаслідок пожорсткішання вимог до

²⁹⁰ Cassim Z., et al. The \$10 trillion rescue: How governments can deliver impact. McKinsey & Company. 2020. – <https://www.mckinsey.com/industries/public-and-social-sector/our-insights/>.

²⁹¹ BIS Statistics Warehouse. – <https://stats.bis.org/>. Статистичні дані НБУ. – <https://bank.gov.ua>.

позичальників.²⁹² Банки логічно пояснюють запровадження більш жорстких вимог зростанням ризиків макроекономічної нестабільності і втрати позичальниками платоспроможності. Але окрім цього, і самі позичальники скорочують кількість звернень за позиками для реалізації бізнес-планів і обґрунтовують це негативними очікуваннями щодо посилення кредитних вимог.

За оцінкою експертів ЄЦБ,²⁹³ за таких ринкових обставин, ефект кредитної емісії може виявитись доволі обмеженим. Позичальники очікують погіршення ринкових умов та доходів і обмежують свою споживчу та бізнес-активність. Водночас і банки спостерігають скорочення попиту на кредити, погіршують макроекономічні очікування і посилюють вимоги до позичальників. Дану ситуацію негативно доповнює реальне скорочення платоспроможного попиту домогосподарств.

Подолання такого подвійного негативного взаємозв'язку, що має підстави для самопідсилення, можливе лише за реалізації комплексу узгоджених політик: монетарної, фінансової, макропруденційної та комунікаційної. На доповнення до монетарного пом'якшення, фінансова політика повинна підтримати платоспроможний попит, макропруденційна – вивільнити резерви для здешевлення кредитної пропозиції, а комунікаційна політика повинна запевнити у надійності державної підтримки для всіх ринкових суб'єктів.

Одним із характерних наслідків попередньої політики кількісного пом'якшення стало падіння дохідності фінансових активів, як наслідок зростання грошової пропозиції. Через порушення трансмісійних механізмів та замкнення ресурсів на фондових ринках дохідність фінансових активів набула негативних значень. Якщо на початку 2015р. таких активів практично не було, то до кінця 2019р. вже понад \$17 трлн. були розміщені під від'ємні відсоткові ставки. З урахуванням такої тенденції малоімовірно, що нове зниження відсоткових ставок та додаткові обсяги емісії у ще більших обсягах, призведуть до помітного пожвавлення ділової активності, а не лише до розширення фінансових спекуляцій з акціями та корпоративними бондами з підвищеним ризиком.

Міжнародні потоки капіталу демонструють посилену волатильність та формують значні загрози фінансовій стійкості економік, що розвиваються. Перші три квартали 2020р. спостерігалось скорочення обсягів припливу та прискорення відпливу іноземного капіталу з ринків економік, що розвиваються. Це зумовило девальваційний тиск на національні валюти низки країн. Четвертий квартал продемонстрував протилежну тенденцію. За даними Інституту міжнародних фінансів, у листопаді до ринків економік, що розвиваються, надійшло \$76,5 млрд., що перевищило попередній максимум, який спостерігався у першому кварталі 2013р.²⁹⁴ Така волатильність підкреслює потенційні загрози, що формують неконтрольовані потоки капіталу для економік з відносно нерозвиненими фінансовими ринками.

²⁹² October 2020 euro area bank lending survey. ECB. – <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/>.

²⁹³ Lane P. Monetary policy in a pandemic: ensuring favourable financing conditions. Speech of the Executive Board of the ECB, at the Economics Department and IM-TCO, Trinity College Dublin. 2020. 26 November. – <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/>.

²⁹⁴ Emerging Market Capital Flows Recovery. IIF. – <https://www.iif.com/COVID-19>.

Особливості країн ЦСЄ. Для економік, що розвиваються, у т.ч. регіону ЦСЄ додатковий виклик формує значна зовнішня заборгованість, яка сформувалась після кризи 2008р. Протягом і 2008-2012рр. відношення державного боргу до ВВП у таких країнах, як Чехія, Угорщина, Румунія, країни Балтії та ін. збільшилось удвічі, сягнувши 40-50%, а в деяких, наприклад, у Хорватії – і того більше. На відміну від розвинених країн, які мають ще вищий показник, для економік, що розвиваються, обслуговування їхніх боргів коштує значно дорожче. Якщо уряди країн Західної Європи розміщують облігації на 10 років під від'ємні ставки (-0,4-0,6%), то для урядів Угорщини, Польщі, Чехії такі інструменти коштують 1,2-2,2%. Для Румунії та Сербії – більше 3%, а для Туреччини, Єгипту, України – 13-15%²⁹⁵.

Тому уряди економік, що розвиваються, докладали багато зусиль, щоб зменшити суми держборгу до прийнятних значень. До кінця 2019р. їм вдалось досягнути помітного прогресу, але протягом 2020р. показники заборгованості знову почали стрімко збільшуватись і вже виросли в середньому на 10% відносно ВВП.²⁹⁶ Таким чином зростаюча заборгованість відвертає на себе частину ресурсів та обмежує потенціал емісійних інструментів підтримки для країн, що розвиваються. Такі країни можуть здебільшого сподіватись на розширення зовнішньої допомоги та зосередити основні зусилля здебільшого у напрямі підтримки домогосподарств.

Питання щодо очікуваної поведінки інфляції викликає помітну дискусію. Масштаби емісії у рамках пандемії у декілька разів перевищать обсяги такої після кризи 2008р. До того ж вона відбудеться у значно коротший термін. Вже зараз дані ЄЦБ показують приріст грошової маси протягом березня-серпня 2020р. на рівні 8,92%, що удвічі перевищує темпи приросту М3 у 2018-2019рр. При цьому очікується, що інфляція у країнах Єврозони протягом 2020-2022рр., не дивлячись на масштаби емісії, навіть не сягне таргетованих 2%²⁹⁷.

Цікавим побічним ефектом пандемії, що може відіграти на користь підвищення дієвості монетарних політик, є поширення безготівкових розрахунків. Уникаючи контакту з банкнотами та працюючи у дистанційному режимі, населення все частіше відмовляється від готівки, що підтверджують дані щодо поширення і використання платіжних карток. Для прикладу, в Україні кількість операцій з використанням платіжних карток за дев'ять місяців 2020р. становила 4310,2 млн., а їхня сума – 2807,9 млрд. грн. Порівняно із 2019р. кількість зазначених операцій зросла на 18,0%, а сума – на 8,7%²⁹⁸. Така тенденція помітна і в інших країнах. Загалом вона відображає вірогідний тренд на посилення контролю за фінансовими операціями і розширює можливості цільової фінансової підтримки.

Як зазначалось, у країнах, що розвиваються, першочерговими заходами фінансової підтримки може бути пряме та кредитне фінансування платоспроможності домогосподарств. У таких країнах також зберігаються високі ризики девальвації. З огляду на це, саме у таких економіках слід очікувати і найбільш помітні темпи інфляції у середньостроковому періоді – як

²⁹⁵ World government bonds data. – <http://www.worldgovernmentbonds.com/>.

²⁹⁶ Eglitis A. et al. The Low-Debt Era for Eastern Europe May Be Ending on Covid and 2008 Fallout. Bloomberg. Economics. 2020. November, 4. – <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-11-24/covid-compounds-2008-to-end-low-debt-era-for-europe-s-east>.

²⁹⁷ Marmefelt T. COVID-19 and economic policy toward the new normal: a monetary-fiscal nexus after the crisis? / CASE. 2020. P.20/

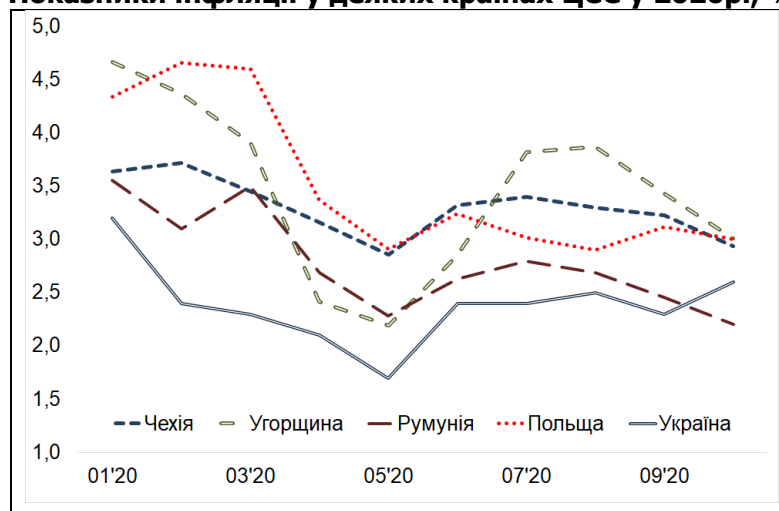
²⁹⁸ Беззаперечні тренди карткового ринку у 2020 році – розрахунки в Інтернеті та безконтактні платежі. НБУ. – <https://bank.gov.ua/ua/news/all/>.

результату певної відносної підтримки споживчих витрат на тлі ймовірного скорочення випуску та послаблення національних валют. Проте, таке припущення поки що знаходить лише обмежене підтвердження.

У попередні роки країни ЦСЄ мали вже доволі помірні інфляційні таргети, здебільшого на рівні 3-5%, а центральний банк Чехії планував завершити 2020р. навіть з показником інфляції 2%. Дані щодо інфляції у річному вимірі показують незначне відхилення від зазначених цілей. Після помітного уповільнення у першій половині 2020р., інфляція у країнах ЦСЄ з липня дещо прискорилась, але не виходить за таргетований діапазон, який в Угорщині встановлено у межах 2-4%, у Румунії, Польщі – 1,5-3,5%, Чехії – 1-3%, Україні – 4-6% (діаграма «Показники інфляції у деяких країнах ЦСЄ у 2020р.»²⁹⁹).

Загалом, можна сказати, що у країнах, що розвиваються, цінова динаміка в умовах пандемії характеризується значною волатильністю та розходиться з традиційними сезонними трендами, але попри пандемічні шоки та початок кількісного пом'якшення лишається доволі помірною. Поки що статистика показує високу ймовірність того, що масштабна цільова емісія може стати частиною «нової нормальності», не призводячи до сплеску інфляції і тим самим закласти цеглину у фундамент «сучасної монетарної політики».³⁰⁰ Але поки що на це не слід покладатись.

Показники інфляції у деяких країнах ЦСЄ у 2020р., %



З урахуванням зазначених умов на перший план виходить різниця потенціалів фінансової підтримки економіки провідними країнами та економіками, що розвиваються. З огляду на те, що останні мають менший потенціал для емісії через високе боргове навантаження, ризик девальвації та слабкий розвиток ринкових інститутів, провідні країни знову отримують певні переваги.

З цих припущень закономірно постає важливе питання, яке супроводжує заходи фінансового порятунку економік в умовах пандемії. Воно стосується загрози поглиблення нерівності як на національному, так і на міжнародному рівнях. З огляду на відмінності у ресурсному потенціалі монетарно-фінансових важелів порятунку економіки провідних країн та економік, що розвиваються, останні можуть зазнати значно більших втрат внаслідок пандемії.

²⁹⁹ BIS Statistics Warehouse. – <https://stats.bis.org/>.

³⁰⁰ MMT – актуальна теорія монетарної політики, прихильники якої закликають до контрольованої емісії. Докладніше див.: Fazi T., Mitchell B. For MMT. Tribune. 2019, June, 6. – <https://tribunemag.co.uk/2019/06/for-mmt>.

Для запобігання такій загрозі доцільно звернути увагу на запропоновану фахівцями ЮНКТАД³⁰¹ можливу композицію механізмів фінансової підтримки економік у період пандемії. Запропоновані фахівцями ЮНКТАД механізми орієнтовані на розбудову міжнародної солідарної стратегії та включають чотири основні напрями:³⁰²

- вливання ліквідності в обсязі \$1 трлн. для країн, що не отримали підтримки МВФ;
- десятирічний мораторій на обслуговування суверенного боргу та списання значної його частки для економік, що постраждали від пандемії. Загальна сума списаного боргу повинна скласти протягом року \$1 трлн. Для контролю доцільно утворити незалежний орган;
- додатково \$500 млн. у формі грантів для програм розвитку охорони здоров'я;
- легітимізувати заходи контролю за потоками капіталу з метою запобігання небажаному їх відтоку, девальвації, здешевлення активів.

На міжнародному рівні питання координації зусиль урядів різних країн для подолання кризових шоків набуло своєї актуальності вже досить давно. Глобальна фінансово-економічна криза 2008р. дала лише перший натяк. Тепер, за глобальної пандемії, стає дедалі зрозумілішим необхідність такої координації. Стратегія ЮНКТАД містить перспективні цілі початку руху в цьому напрямі.

На національних ринках напрями підвищення ефективності заходів фінансової підтримки повинні включати пріоритизацією фінансування розбудови інфраструктури у сфері охорони здоров'я: як безпосередньо медичної, так і соціальної, пов'язаної із убезпеченням від поширення вірусів. Ці заходи включатимуть і відповідний розвиток комунікаційних технологій.

Висновки. В умовах жорсткого виклику глобальної пандемії монетарні регулятори знову використовують інструментарій кількісного пом'якшення. Відмінність з кризовим етапом 2008р. полягає у помітно більших обсягах емісії за короткий термін на тлі вже мінімальних ставок.

Наявні процеси на світових фінансових ринках показують поки що обмежений позитивний вплив у межах фінансового сектору. Попри збільшення грошової пропозиції, при збереженні високої активності на фондових ринках, помітні ознаки скорочення обсягів кредитування підприємств, що відображає системні проблеми трансмісійного механізму. Навіть сегмент споживчого кредитування, за останніми даними, демонструє уповільнення. Дані обставини зумовлюють доцільність посилення цільової спрямованості кредитних програм при обмеженні розширення нецільової ліквідності.

Неоднозначні ефекти неконтрольованої емісії проявляються у вигляді посилення волатильності на фондових ринках, сплесків та втечі міжнародних потоків капіталу, активізації інфляційних процесів, які створюють вагомі виклики для економік, що розвиваються. Зазначені виклики, доповнені обмеженими можливостями фінансової підтримки економіки, втілюють ризик поглиблення нерівності між різними групами країн. Подолання цих викликів

³⁰¹ Конференція ООН з торгівлі та розвитку (UNCTAD).

³⁰² UN calls for \$2.5 trillion coronavirus crisis package for developing countries. – <https://unctad.org/news/un-calls-25-trillion-coronavirus-crisis-package-developing-countries>.

зумовлює необхідність перегляду підходів до монетарного регулювання на користь розбудови міжнародної солідарної стратегії забезпечення стійкого економічного зростання в умовах пандемії.

Цілями такої стратегії є розширення фінансової підтримки для економік, що зазнають негативного впливу від пандемії та стикаються з браком власних фінансових ресурсів; цільова орієнтація фінансової підтримки на розвиток відповідної інфраструктури боротьби з вірусом; а також запровадження механізмів запобігання системному ризику фінансової нестабільності від впливу волатильних потоків капіталу, неконтрольованої інфляції, масових банкрутств.

На даному етапі поки ще складно передбачити конкретні наслідки глобальної пандемії і результатів нової політики кількісного пом'якшення для забезпечення економічного розвитку, оскільки кількісні параметри процесу обмежені і суперечливі, а невизначеність формує значний спектр чинників. Проте, один прогноз можна оголосити досить впевнено. Будь-які результати даної політики матимуть визначальний вплив на подальший розвиток підходів та механізмів монетарного регулювання.

Відсутність ефектів від безпрецедентних масштабів емісії у вигляді інфляції, поживлення ділової активності, перерозподілу потоків капіталу на користь ринків з вищими ставками загострить вже проголошені питання щодо актуальності політики інфляційного таргетування, обмеження бюджетного дефіциту, фінансової лібералізації.

З іншого боку, якщо монетарне стимулювання у поєднанні із державними програмами та фіскальними стимулами дасть помітний позитивний ефект, то ще гостріше стане питання щодо оптимального мандату центрального банку і його інституційної незалежності. Якщо питання економічного стимулювання до снаги центральному банку, у зв'язці із урядом, та не супроводжується негативними інфляційними наслідками, тоді на часі переглянути безумовність його інституційної незалежності в інтересах поширення його мандату на забезпечення економічного зростання.

Паралельна реальність Національного банку України

Михайло ДЖУС,
завідувач відділу грошових ринків Growford Institute

Mykhailo DZHUS. **Parallel reality of the National Bank of Ukraine.** *After a steep decline in economic activity in Q2 2020 due to tough anti-epidemic measures in most countries in response to the Covid-19 pandemic, the global economy started to bounce back in Q3. According to IMF experts, it was able to get back on the recovery track thanks to extensive budget support of national economies by the governments (some \$12 trillion) and unprecedented monetary policy measures (the balance sheets of G10 banks increased by \$7.5 trillion).*

Not only issuers of reserve currencies, but also most central banks of developing countries have significantly eased monetary conditions. Thus, the use of asset purchase programmes by central banks of such countries can be viewed as one of the main anti-crisis innovations in monetary policy, which is welcomed by the IMF.

The economic crisis has led to a radical overhaul of monetary regulation standards, bringing central bank policies closer to addressing the problems of the real sector and public finances. However, with its overly conservative monetary policy, the National Bank of Ukraine stays away from this process, which limits the government's ability to confront the crisis and reduces the chances for rapid economic recovery.

Пандемія Covid-19 стала тим шоком, який, крім безпосереднього негативного впливу, актуалізував більшість назрілих ризиків і дав поштовх розгортанню світової економічної кризи. Найглибше падіння економічної активності відбулося у II кв. 2020р., що було пов'язано із запровадженням більшістю країн жорстких протиепідемічних заходів, проте вже у III кв. глобальна економіка почала відновлюватись.

Жовтневий прогноз Міжнародного валютного фонду передбачає падіння світової економіки у 2020р. на 4,4% і зростання у 2021р. – на 5,2%³⁰³. МВФ наголошує, що вийти на траєкторію відновлення світова економіка змогла завдяки масштабній бюджетній підтримці урядами своїх економік (близько \$12 трлн.) та безпрецедентним заходам монетарної політики, до яких вдалися центральні банки. Усе це, на думку фахівців Фонду, дозволило запобігти повторенню фінансової кризи 2008-2009рр.

Нова монетарна реальність. У 2020р. світ увійшов у хвилю чергового пом'якшення глобальних монетарних умов. Старт цьому процесу дала ФРС США, яка у 2019р. (після кількарічного періоду т.зв. нормалізації монетарної політики) знизила діапазон ставки федеральних фондів з 2,25 – 2,50% до 1,5 – 1,75% і оголосила про початок придбання короткострокових казначейських паперів. ЄЦБ знижив ставку за депозитами³⁰⁴, відновив програму купівлі активів і розпочав нову серію цільових довготермінових операцій рефінансування.

Тенденція до пом'якшення монетарної політики поширилась на велику кількість центральних банків (загалом близько 50), що, разом зі зниженням

³⁰³ World Economic Outlook, October 2020: A Long and Difficult Ascent. – <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/09/30/>.

³⁰⁴ У вересні 2019р. ЄЦБ знижив ставку за депозитами овернайт на 10 базисних пунктів (б.п.) до «мінус» 0,50%, ставка за основними операціями рефінансування (на 7 днів) залишилася на рівні 0%, за кредитами овернайт – 0,25%.

напруги у світовій торгівлі³⁰⁵, давало підстави МВФ на початку 2020р. заявляти про поліпшення перспектив розвитку глобальної економіки³⁰⁶. На тлі позитивних очікувань фондові індекси демонстрували рекордне зростання, яке тривало до другої половини лютого 2020р.

Проте у березні світ занурився у нову економічну кризу. Поширення Covid-19 та обвал цін на нафту призвели до стрімкого падіння фондових індексів, що стало маркером входження глобальної економіки у стан рецесії. Запровадження жорстких карантинних обмежень, різке зростання бюджетних дефіцитів та необхідність підтримання економічної активності спонукали центральні банки вдатися до ще більшого (радикального) пом'якшення монетарних умов.

Зокрема, Комітет відкритого ринку ФРС США знизив цільовий діапазон ставки федеральних фондів на 1,5 п.п., повернувши його до історичного мінімуму 0 – 0,25%, зменшив норматив обов'язкового резервування до 0% і вдався до купівлі казначейських облігацій та іпотечних цінних паперів³⁰⁷. Як наслідок, баланс ФРС протягом березня – травня зріс з \$4,1 трлн. до \$7,1 трлн. і після деякого зниження влітку на кінець року сягнув \$7,2 трлн.³⁰⁸

ЄЦБ знизив ставку за довгостроковими операціями рефінансування до рівня ставки за депозитами овернайт («мінус» 0,5%). Для банків, які активно кредитують реальний сектор економіки, ставка за цільовим довгостроковим рефінансуванням (TLTROs) може знижуватись до «мінус» 1%. Також ЄЦБ розпочав серію додаткових операцій довгострокового рефінансування на час пандемії (*pandemic emergency longer-term refinancing operations*, PELTROs) за ставкою «мінус» 0,25%. У результаті, з початку кризи обсяг надання ЄЦБ довгострокового рефінансування перевищив €1,6 трлн.³⁰⁹

Крім того, ЄЦБ запровадив нову екстрену програму купівлі активів (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP) обсягом €1 850 млрд.³¹⁰ з терміном дії щонайменше до кінця березня 2022р. Станом на кінець листопада обсяг придбаних активів за цією програмою становив €700 млрд. Обсяг діючої програми купівлі активів (APP), що передбачає придбання ЄЦБ цінних паперів щомісячно на €20 млрд., було додатково збільшено на €120 млрд. Протягом березня-листопада за цією програмою було придбано цінних паперів майже на €300 млрд., а загальний залишок сягнув €2,9 трлн. Під впливом усіх зазначених операцій баланс ЄЦБ з початку поточної кризи збільшився на €2,2 трлн. – до €6,9 трлн.³¹¹

Вказані кроки центральних банків-емітентів резервних валют призвели до заспокоєння панічних настроїв на фінансових ринках, відновлення позитивної динаміки фондових індексів, уповільнення відпливу капіталу з країн, що розвиваються, та зниження девальваційного тиску на валюти цих країн.

³⁰⁵ 15 січня 2020р. відбулося підписання «першої фази» економічної і торговельної угоди між урядами США і КНР.

³⁰⁶ <https://news.finance.ua/ua/news/-/464050/>. Тут і далі для спрощення при посиланні на публікації подаватимуться переважно відповідні лінки.

³⁰⁷ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary>.

³⁰⁸ <https://www.federalreserve.gov/releases/h41/>.

³⁰⁹ На особливу увагу заслуговує аукціон, що відбувся 24.06.2020р., коли за один день 742 банкам було надано трирічні кредити рефінансування загалом на €1,3 трлн. – <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/>.

³¹⁰ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/>.

³¹¹ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/wfs/html/index.en.html>.

За таких обставин, абсолютна більшість центральних банків країн, що розвиваються, також вдалися до безпрецедентного пом'якшення монетарних умов. У багатьох випадках ключові ставки в реальному вимірі було знижено до від'ємних значень, коли номінальний рівень ставки є нижчим і від поточного, і від прогнозного рівня інфляції.

Своєрідним лідером серед цієї групи країн є Національний банк Польщі, який у контексті поточної кризи вповні продемонстрував переваги монетарного суверенітету. Зокрема, НБП знизив ключову ставку з 1,5% до 0,1%, попри те, що річний рівень інфляції перевищує 3%. З метою забезпечення безперебійного кредитування обігового капіталу підприємств НБП запровадив спеціальний інструмент рефінансування банків – вексельні кредити (за ставкою 0,12%), забезпеченням за якими є векселі підприємств³¹². Крім того, НБП започаткував масштабну програму купівлі активів: станом на початок грудня на вторинному ринку було придбано цінних паперів на 105,5 млрд. злотих (близько \$27 млрд.), що відповідає 4,6% ВВП.

Застосування програм купівлі активів центральними банками країн, що розвиваються, можна вважати однією з ключових антикризових новацій у сфері монетарної політики. Окрім згаданого НБП, програми купівлі активів запровадили центральні банки Румунії, Угорщини, Хорватії, Туреччини, Ізраїлю, Індії, Індонезії, Малайзії, Тайланду, Філіппін, Гватемали, Колумбії, Чилі, Гани, ПАР тощо (всього близько 20 центральних банків).

У жовтневому випуску «Звіту про глобальну фінансову стабільність»³¹³ МВФ дає позитивну оцінку першим наслідкам застосування програм купівлі активів центральними банками країн, що розвиваються. Результати досліджень МВФ свідчать, що зазначені заходи забезпечили зниження дохідності державних цінних паперів, не мали значного впливу на обмінні курси валют, не створили безпосередніх ризиків для фінансової стабільності та не погіршили інфляційних очікувань.

Фахівці Фонду звертають увагу на те, що центральні банки, ключові ставки яких знаходяться значно вище нульового рівня (як в Україні), використовували купівлю цінних паперів для поліпшення функціонування ринку облігацій. Більше того, в деяких країнах метою застосування зазначених заходів було відверто визнано зниження навантаження на державні фінанси в умовах кризи (Гана, Гватемала, Індонезія, Філіппіни). У цих країнах центральні банки вдалися до купівлі цінних паперів не лише на вторинному, а й на первинному ринку.

Наприкінці літа Комітет відкритого ринку ФРС США повідомив про затвердження змін до «Заяви про довгострокові цілі та стратегію монетарної політики»³¹⁴ (перегляд тривав понад півтора року). В оновленій Заяві ФРС чітко проголошує, що «широкомасштабною і всеохоплюючою метою» політики є максимальна зайнятість, тобто сприяння ціновій стабільності, фактично, відходить на другий план. Крім того, ФРС скоригувала свою стратегію досягнення інфляційної цілі на рівні 2% у довгостроковій перспективі: після тривалого періоду інфляції нижче 2%, монетарна політика ФРС буде спрямована на досягнення інфляції помірно вище 2%. Окреслена політика

³¹² <https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/faq/kredyt-wekslowy.html>.

³¹³ <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2020/10/13/global-financial-stability-report-october-2020>.

³¹⁴ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/>.

орієнтована на закріплення інфляційних очікувань на рівні 2%, що має забезпечити досягнення вказаного рівня інфляції у майбутньому.

ЄЦБ на початку року також розпочав процес перегляду своєї Стратегії монетарної політики³¹⁵, яка залишалася незмінною з 2003р. Передбачається, що перегляд триватиме до середини 2021р. і стосуватиметься кількісного визначення стабільності цін, інструментів монетарної політики, питань фінансової стабільності, зайнятості тощо.

Отже, економічна криза призвела до кардинального перегляду традиційних уявлень про необхідність обмеження державних витрат, а також стандартів монетарного регулювання, повернувши центральні банки до використання дискреційної політики (на противагу політиці, заснованій на дотриманні правил). Проте, Національний банк України залишається осторонь цього процесу, що обмежує можливості держави у протистоянні кризі і знижує шанси на швидке відновлення економіки.

Реакція Національного банку України. Українська економіка (на відміну від світової) зустріла глобальну кризу у стані падіння: скорочення промислового виробництва на тлі дефляції цін виробників, зменшення фізичних обсягів оптової торгівлі, від'ємні темпи приросту реального ВВП вже на початку 2020р., хронічні проблеми з наповнюванням бюджету тощо. Важливою ознакою входження економіки у стан рецесії стало стрімке зниження темпів споживчої інфляції, спровоковане надмірною ревальвацією гривні у другій половині 2019р. і підтримане падінням світових цін на енергоносії. Ключовим фактором перелічених явищ була жорстка монетарна політика Національного банку³¹⁶, яка спровокувала т.зв. ефект витіснення, заблокувала кредитування реального сектору економіки та значно обмежила спроможність державного бюджету через збільшення витрат на обслуговування боргу.

Поширення в Україні епідемії Covid-19 і запровадження карантинних обмежень призвели до падіння багатьох галузей економіки, стрімкого зниження попиту, падіння споживчих настроїв та збільшення дефіциту бюджету (що цілком відповідало світовим тенденціям³¹⁷).

Національний банк України досить успішно впорався з панікою на валютному ринку в березні і забезпечив безперебійне функціонування банківської системи. У червневому «Звіті про фінансову стабільність»³¹⁸ НБУ відзвітував, що задіяв весь інструментарій, який використовують регулятори світу, щоб банки могли гнучкіше реагувати на кризу та підтримувати кредитування. Проте, є усі підстави стверджувати, що в контексті монетарної політики реакція НБУ на кризу була недостатньою щонайменше з огляду на надто жорсткі «стартові» монетарні умови: станом на початок березня облікова ставка перебувала на рівні 11%, тоді як річний рівень інфляції у лютому становив 2,4%.

Разом зі зниженням облікової ставки до 6%, Національний банк ще у червні оголосив про завершення циклу пом'якшення монетарної політики, незважаючи на те, що річний рівень інфляції на той час становив 1,7%. Більше

³¹⁵ <https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/index.en.html>.

³¹⁶ https://zn.ua/ukr/macrolevel/p-yat-krokv-nacbanku-scho-spovilnyuyut-ekonomichne-zrostantnya-341768_.html.

³¹⁷ <https://zn.ua/ukr/macrolevel/lohika-dopomohi.html>.

³¹⁸ <https://bank.gov.ua/ua/news/all/zvit-pro-finansovu-stabilnist-cherven-2020-roku>.

того, у жовтні НБУ підвищив прогноз зростання облікової ставки у 2021р. з 6,5% до 7,5%, чим, фактично, підтвердив, що поточний рівень 6% є максимально можливим «пом'якшенням» процентної політики. У підсумку, навіть після прискорення темпів інфляції у листопаді до 3,8%, облікова ставка в реальному вимірі (з урахуванням поточного рівня інфляції) залишається однією з найвищих у регіоні (вищою реальна ставка центрального банку є лише у Грузії).

Вищезазначену консервативну процентну політику НБУ (яка виразно дисонує з діями інших центральних банків) можна вважати однією з основних причин недовиконання Міністерством фінансів плану запозичень, що призводить до обмеження державних витрат.

За даними Мінфіну, фактичний обсяг державних запозичень за підсумками січня-листопада становив 455,5 млрд. грн. (75,6% від запланованих на цей період), у т.ч. внутрішніх запозичень – 275,6 млрд. грн. (78,3 % від плану). Тобто, план запозичень було недовиконано на 147 млрд. грн., зокрема на внутрішньому ринку – на 76 млрд. грн. Як наслідок, попри стовідсоткове виконання державного бюджету за доходами, сума недофінансування видаткової частини за підсумками січня – листопада сягнула 102 млрд. грн. або 9,7% від обсягу, передбаченого розписом на цей період (1 046 млрд. грн.).

За таких обставин, Мінфін був змушений вдатися до підвищення ставок за державними облігаціями. Зокрема, дохідність тримісячних ОВДП було підвищено у грудні до 10% річних, тоді як ще у жовтні облігації на той самий термін розміщувались під 7,3% річних. Слід зазначити, що навіть до зазначеного підвищення дохідність українських облігацій на первинному ринку була помітно вищою, ніж вартість державних запозичень у країнах з порівнянним рейтингом³¹⁹.

Національний банк, за прикладом інших центральних банків, міг би посприяти виконанню бюджету та зниженню витрат на обслуговування боргу за допомогою більшого зниження облікової ставки, а також шляхом купівлі державних цінних паперів на вторинному ринку. На початку кризи Рада НБУ рекомендувала Правлінню визначити можливі обсяги таких операцій³²⁰ та провести аналіз заходів впливу на рівень дохідності цінних паперів³²¹. Той факт, що 15 грудня Рада НБУ знову рекомендувала Правлінню прискорити розроблення та впровадження стратегії участі НБУ в операціях на відкритому ринку³²², свідчить про те, що Правління не дослухалось до попередніх рекомендацій.

Про негативне ставлення керівництва регулятора до перспективи здійснення операцій з державними цінними паперами можна судити з масованої інформаційної кампанії у ЗМІ, що триває з початку кризи. Однак, категоричне заперечення Національним банком можливості купівлі ОВДП на вторинному ринку є цілком ірраціональним, оскільки право на здійснення таких операцій передбачене законом про НБУ та Основними засадами грошово-кредитної політики на 2021р. Врешті, така деструктивна позиція НБУ обмежує його власні можливості щодо впливу на кон'юнктуру фінансового ринку.

³¹⁹ <https://zn.ua/ukr/macrolevel/fiskalno-monetarna-konsensus-abo-konfrontatsija.html>.

³²⁰ https://bank.gov.ua/ua/legislation/Decision_31032020_9-rd.

³²¹ https://bank.gov.ua/ua/legislation/Decision_28042020_10-rd.

³²² <https://bank.gov.ua/ua/news/all/>.

Запровадження Національним банком довгострокового рефінансування банків терміном від 1 до 5 років (протягом травня-грудня було надано 48,5 млрд. грн.) також не можна вважати адекватною відповіддю на кризу. Оскільки таке рефінансування не має цільового призначення (на відміну від TLTROs ЄЦБ та аналогічних інструментів інших центральних банків), воно виявилось нездатним переламати тенденцію до скорочення залишків за банківськими кредитами в реальний сектор економіки: за підсумками січня-листопада кредити корпораціям скоротилися на 0,8%, у т.ч. в національній валюті – на 2,7%.

Можливе використання банками отриманого рефінансування на купівлю ОВДП на первинному ринку також не є оптимальним рішенням, оскільки у такому разі дохідність облігацій вже буде вищою, ніж могла би бути за умови попереднього застосування Національним банком купівлі цінних паперів на вторинному ринку³²³.

На особливу увагу заслуговує контрверсійна комунікаційна політика Національного банку. У намаганні обґрунтувати своє рішення від 22 жовтня 2020р. щодо незмінності облікової ставки, Правління НБУ вдалося до відвертого провокування інфляційних очікувань. У відповідному пресреліз³²⁴ НБУ категорично і неодноразово стверджує про те, що темпи інфляції прискоряться, не припускаючи жодних альтернативних сценаріїв розвитку подій. Така безапеляційна риторика є вкрай ризикованою, оскільки може перетворитися на автономний чинник прискорення темпів інфляції внаслідок погіршення інфляційних очікувань. Під таким кутом зору, окреслена комунікаційна політика НБУ суперечить його основній конституційній функції (забезпечення стабільності гривні).

Непевні перспективи. Прогноз Міністерства розвитку економіки, торгівлі та сільського господарства України (МЕРТ) передбачає скорочення реального ВВП України у 2020р. на 4,8%-5,0% та зростання у 2021р. на 4,6%, прогноз НБУ – «мінус» 6% у 2020р. та «плюс» 4,2% у 2021р. МВФ, натомість, значно консервативніший у своїх очікуваннях щодо перспектив української економіки: жовтневий прогноз Фонду передбачає падіння ВВП у 2020р. на 7,2% та зростання у 2021р. на 3% (з досягненням темпу 4% лише у 2025р.). Попри відчутне покращення порівняно з попереднім прогнозом³²⁵, перспективи України оцінюються МВФ гірше, ніж в середньому для країн Європи, що розвиваються: 2020р. – падіння на 4,6%, 2021р. – зростання на 3,9%.

У МВФ вважають³²⁶, що глибше падіння українського ВВП, порівняно з іншими країнами, обумовлене відсутністю в домогосподарств значних обсягів заощаджень (що має негативний вплив на споживання) та обмеженістю фіскальної підтримки економіки. Можливість підтримання економіки, зокрема державних фінансів, засобами монетарної політики випадає з поля зору фахівців Фонду, коли йдеться про українську економіку.

Важливим у цьому контексті є не кількісне значення прогнозу МВФ, а логіка, яка дещо дисонує з його ж рекомендаціями органам державного управління стосовно протидії кризі. Зокрема, директор-розпорядник МВФ Кристаліна

³²³ <https://biz.censor.net/columns/3233639/>.

³²⁴ <https://bank.gov.ua/ua/news/all/rishennya-oblikova-stavka-2020-10-22>.

³²⁵ Червневий прогноз МВФ передбачав падіння ВВП України у 2020р. на 8,2% і зростання у 2021р. лише на 1,1%.

³²⁶ <https://ua.interfax.com.ua/news/economic/671164.html>.

Георгієва, окреслюючи у жовтні пріоритети політики на майбутнє³²⁷, зазначила, що урядам необхідно уникати завчасного припинення (бюджетних) заходів з підтримки економіки. Не менш важливо, на думку очільниці Фонду, продовжувати проведення м'якої монетарної політики та підтримувати ліквідність для забезпечення кредитування, особливо малих та середніх підприємств (сприяючи цим зайнятості та фінансовій стабільності). Крім того, у жовтневому випуску «Фіскального монітора»³²⁸ МВФ доводить, що провідну роль у відновленні економіки та створенні нових робочих місць може відіграти збільшення державних інвестицій (у т.ч. за рахунок запозичень).

Попри об'єктивну обмеженість можливостей, фіскальна політика в Україні (принаймні на рівні намірів) відповідає зазначеним рекомендаціям: плановий дефіцит державного бюджету у 2020р. було збільшено до 7,5% ВВП (порівняно з 2% у 2019р.), а закон про бюджет на 2021р. передбачає дефіцит на рівні 5,5% ВВП, що цілком відповідає аналогічним показникам інших країн, що розвиваються³²⁹.

Натомість, монетарна політика Національного банку України залишається надміру консервативною і практично не враховує кризового стану економіки: у відповідь на різке падіння економіки НБУ застосував інструменти, ефективність яких була б сумнівною навіть за «нормальних» обставин. Основними вадами монетарної політики є недостатнє зниження облікової ставки, необґрунтоване заперечення можливості купівлі Національним банком державних облігацій (попри позитивну оцінку МВФ наслідків використання цього інструменту іншими центральними банками), а також провокативна інформаційна політика, що загрожує стабільності гривні.

Маніпулюючи дискусійним поняттям нейтральної процентної ставки та власним прогнозом інфляції Національний банк намагається переконати суспільство у тому, що його монетарна політика є м'якою і стимулюючою. Хоча елементарне порівняння облікової ставки з рівнем інфляції та процентною політикою більшості центральних банків світу свідчить про протилежне: монетарна політика НБУ була і залишається жорсткою. НБУ уникає будь-якої відповідальності за стан економіки поза фінансовим сектором. Більше того, абстрагуючись від проблем у державних фінансах, Національний банк, фактично, не виконує своєї функції щодо сприяння фінансовій стабільності. Аргументуючи своє грудневе рішення з монетарної політики³³⁰, Правління НБУ вдається до відвертого шантажу: здійснення видатків бюджету, вартість державних запозичень та загалом відновлення економіки ставляться у пряму залежність від перспектив співпраці України з МВФ. Національний банк, на відміну від інших центральних банків, не бачить своєї ролі у всіх зазначених процесах.

Така деструктивна позиція монетарної влади знижує шанси на швидке посткризове відновлення економіки, створює ризики для виконання в повному обсязі бюджету 2021р. та підвищує вірогідність реалізації того негативного сценарію, про який йдеться у недавньому дослідженні ООН «Covid-19 в Україні: Вплив на домогосподарства і бізнеси» (занурення економіки в депресію з катастрофічними наслідками для найбільш вразливих верств населення)³³¹.

³²⁷ <https://www.imf.org/en/News/Articles/2020/10/06/>.

³²⁸ <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2020/09/30/>.

³²⁹ <https://growford.org.ua/publications/analiz-proektu-derzavnogo-budzetu-ukraini-na-2021-rik>.

³³⁰ <https://bank.gov.ua/ua/news/all/>.

³³¹ <https://www.ua.undp.org/content/ukraine/uk/home/presscenter/>.

Про грошово-кредитну політику в умовах пандемії: чи спрацює монетарна експансія?

Владислав ЗИМОВЕЦЬ,
завідувач відділу фінансів реального сектора
ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України»

Vladyslav ZYMOVETS. **Monetary policy in the pandemic: will the expansionary policy work?** *The threat of a global recession in 2020 due to the pandemic required an immediate state response. The expansionary monetary policy is a traditional solution in such situations. The purpose of this article is to compare monetary policies in some developed countries and the countries of Central and Eastern Europe (CEE), and to evaluate their effectiveness. Early in the pandemic, the countries had a varying degree of preparedness to monetary expansion. Advanced economies were overburdened with public debt and a high "depletion" of banking and financial systems, calculated as a share of public debt in assets.*

At the beginning of 2020, CEE countries had more balanced financial systems, except for Ukraine, where the "depletion" of the banking system was critically high at 50.2%. In response to the expected recession, developed nations have adopted a policy of quantitative easing at 10-15% of GDP, which expanded access of businesses to financial resources. However, deepening macro-financial imbalances will become an obstacle to further monetary expansion. Instead, CEE countries have pursued a more prudent monetary policy, limited to lower interest rates and moderate quantitative easing, which has proved insufficient to boost business lending. At the same time, such a moderate policy allowed to avoid imbalances in financial systems. If the pandemic continues, limited access of businesses to finances can lead to liquidity shortages and growing recession.

З початку 2020р. світ зіштовхнувся із новою загрозою у зв'язку з пандемією, чіткі терміни закінчення якої вкрай складно спрогнозувати. Для уповільнення поширення пандемії держави упродовж 2020р. встановлювали обмеження щодо мобільності людей. Серед цілком очікуваних наслідків – звільнення працівників, падіння доходів та заощаджень. Враховуючи фінансові дисбаланси, які сформувалися у світовій економіці на початок 2020р., Світовий банк у середині 2020р. передбачав сповзання світу у найглибшу рецесію з 1945-46рр.³³² – падіння ВВП на 5,2% в цілому по світу, у т.ч на 7% у розвинутих країнах (далі – країни ядра) та на 2,5% у країнах, що розвиваються, і з ринками, що формуються (далі – країни периферії).

Для подолання класичних криз традиційно застосовувалися боргове фінансування державних витрат та монетарна експансія, покликані стимулювати попит та підтримувати ліквідність фінансової системи. Втім, монетарна експансія мала цілком окреслені межі, зважаючи на негативні наслідки політики «дешевих» грошей для фінансової стабільності³³³. Проте у сучасних умовах така закономірність не підтверджується. Так, застосування країнами ядра у відповідь на кризу в 2008-2009рр. політики «кількісного пом'якшення» показало, що вливання ліквідності в економіку не спричинило зростання цін і процентних ставок. Така реакція пояснюється прискоренням нагромадженням фінансових активів і грошових заощаджень на світовому рівні в умовах глобалізації. Забезпечуючи мобільність капіталу, глобалізована фінансова система сьогодні є якісно іншою, аніж 50 років тому.

³³² World Bank. Global Economic Prospects, June 2020. – <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/3374>.

³³³ Friedman M. The Role of Monetary Policy. American Economic Review 58, 1968. – <https://www.aeaweb.org/aer/top20/58.1.1-17.pdf>.

Іншою, але не в усьому кращою, адже виконуючи функцію нагромадження фінансових ресурсів, вказана система лише частково виконує функцію їх трансформації в інвестиції. Це й зумовлює штучний надлишок ліквідності на міжнародних ринках, які контролюються країнами ядра. Отже, останні мають значно більші можливості протидії рецесії, фінансуючи антикризові програми за рахунок розміщення облігацій на світових фінансових ринках у значних масштабах. Так, нерезидентами на початок 2020р. було профінансовано 30% державного боргу Великої Британії³³⁴ та 45,9% державного боргу країн зони євро³³⁵. Натомість, реалокція капіталів до країн ядра обмежувала можливості країн периферії з фінансування антикризових програм, створюючи тиск на валютний курс³³⁶. Крім того, такі країни були вразливішими до коливань цін на сировинні товари в період загальносвітової рецесії³³⁷.

Метою цієї статті є порівняння монетарної політики в окремих країнах ядра та периферії, включаючи Україну, у відповідь на пандемію, аналіз зворотної реакції фінансових систем на дії монетарної влади та оцінювання їх результативності.

Методологія дослідження. Спочатку розглядається готовність фінансових систем окремих країн ядра (ЄС, США, Велика Британія) та країн Центральної та Східної Європи (Болгарія, Польща, Румунія, Україна) до розгортання кризи за показниками боргової залежності держави (відношення державного боргу до ВВП) та коефіцієнту виснаження банківської системи (частка державного боргу в активах банківської системи) на початок 2020р. Реакція монетарної влади на кризу визначається за змінами облікової ставки, грошового агрегату М0, обсягів рефінансування банків та державних цінних паперів в активах центрального банку. Наслідки монетарної політики оцінюються за показниками попиту на гроші (зміна грошової маси) та зміни процентних ставок. Результативність монетарної політики оцінюється за критерієм зростання обсягів кредитування бізнесу.

Стан фінансових систем окремих країн напередодні пандемії: готовність до антикризових заходів. На початок кризи країни мали різні стартові умови, які накладали обмеження на масштаби та інструменти монетарної підтримки економіки у відповідь на пандемію (таблиця «Готовність фінансових систем окремих країн до антикризових заходів»³³⁸).

На початок 2020р. фінансові системи країн ядра були переобтяженими державними боргами, адже збалансувати публічні фінанси після кризи 2008-2009рр. так і не вдалося. У країнах ЄС відношення державного боргу до ВВП на початок 2020р. становило 84%, тоді як напередодні кризи 2008р. – 66 %; У США – 107,7 % (напередодні кризи 2008-2009рр. – 62,9%)³³⁹, у Великій

³³⁴ Distribution of gilt holdings. UK Debt Management Office. –

<https://dmo.gov.uk/media/17058/gilt-holdings-data-historical-301020.xls>.

³³⁵ Gross consolidated government debt – by holder. ECB. –

<https://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=9693774>.

³³⁶ Hofman D. and Kamber G. Unconventional Monetary Policy in Emerging Market and Developing Economies IMF Special Series on COVID-19. September 23, 2020. –

<https://www.imf.org/~/media/Files/Publications/covid19-special-notes/>.

³³⁷ Кораблін С.О. Макроекономічна динаміка України: пастка сировинних ринків.: монографія. / НАН України, ДУ «Ін-т екон. та прогнозів. НАН України». К.:, 2017, с.67. – <http://ief.org.ua/docs/mg/292.pdf>.

³³⁸ Розраховано автором за даними центральних банків, для США – валовий федеральний борг.

³³⁹ Federal Debt: Total Public Debt as Percent of Gross Domestic Product. – <https://fred.stlouisfed.org/series/GFDEGDQ188S>.

Британії – 87,2% (відповідно, 34,2%). Отже, країни ядра зустрічали пандемію з вужчим фіскальним простором, ніж десять років тому.

Готовність фінансових систем окремих країн до антикризових заходів

Країна	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Відношення валового державного боргу до ВВП						
США	100,8	104,3	103,2	104,2	104,3	106,7
Єврозона	92,8	90,9	90,1	87,7	85,8	84,0
Велика Британія	80,2	79,9	82,7	82,2	80,4	87,2
Болгарія	27,1	26,0	29,3	25,3	22,3	20,2
Румунія	39,4	37,8	37,4	35,1	34,7	35,3
Польща	48,3	48,7	51,8	48,3	46,4	43,3
Україна	69,4	79,1	80,9	71,8	60,9	50,3
Коефіцієнт виснаження банківської системи						
США	38,6	37,7	36,8	35,8	34,2	34,7
Єврозона	25,6	26,7	29,3	30,3	30,3	28,1
Велика Британія	22,2	23,2	21,7	21,1	20,3	20,7
Болгарія	10,2	11,6	12,8	12,2	10,0	9,3
Румунія	22,9	20,4	19,1	19,2	19,3	19,9
Польща	17,1	16,7	20,5	20,2	20,3	21,2
Україна	48,0	52,6	64,3	65,9	61,4	50,2

Водночас коефіцієнт виснаження їх банківських систем значно зріс. Якщо до кризи 2008-2009рр. банківська система Великої Британії взагалі не мала вкладень у державні цінні папери, то на початок 2020р. 20,7% її залучених ресурсів було вкладено у фінансування державного боргу³⁴⁰. У США вказаний показник зріс упродовж 2008-2020рр. з 25,1% до 34,7%, у країнах ЄВС – з 19,1% до 28,1%. Це вказує на те, що на початок пандемії рівень виснаженості фінансових систем країн ядра був суттєво вищим ніж напередодні кризи 2008-2009рр.

Країни Східної Європи напередодні пандемії мали відносно кращі, порівняно із країнами ядра, показники: відношення державного боргу до ВВП у Болгарії на початок 2020р. становило 20,2% у Румунії – 35,3%, у Польщі – 43,3%, в Україні – 50,3%. Найнижчим рівень «виснаження» банківської системи був у Болгарії (9,3%), але монетарна влада у цій країні була обмежена у своїх діях правилом «валютної ради» (*currency board*). Достатньо високий рівень «виснаження» у Польщі (21,2%) і Румунії (19,9%) означав вкрай обмежені можливості розгортання монетарної експансії. В Україні рівень «виснаження» банківської системи на початок 2020р. був критично високим – 50,2 %. Це означає, що більше половини грошової маси було витрачено на фінансування державного боргу, а не на розвиток економіки. Звісно, що у такій ситуації монетарна експансія загрожувала порушенню крихкої фінансової стабільності. Існуючі в Україні дисбаланси вказували на необхідність проведення політики стимулювання заощаджень, тобто прямо протилежної до кейнсіанської за змістом політики «дешевих» грошей.

Антикризова грошово-кредитна політика та її попередні наслідки.

Масштаби та попередні наслідки монетарної політики країн, що розглядаються, у відповідь на пандемію, узагальнено у таблиці «Антикризові заходи монетарної влади та їх наслідки»³⁴¹.

³⁴⁰ Public finances databank .<https://obr.uk/public-finances-databank-2020-21/>.

³⁴¹ Federal Reserve Bank of St. Louis. – <https://fred.stlouisfed.org/>; ECB. – https://www.ecb.europa.eu/stats/money_credit_banking/html/index.en.html; Bank of England. – <https://www.bankofengland.co.uk/statistics/tables>; Българската народна

Навесні 2020р. у відповідь на очікування зумовленої пандемією рецесії центральні банки країн ядра у взаємодії з урядами застосували апробований у період кризи 2008-2009рр. інструментарій, який включав зниження облікової ставки, викуп цінних паперів держави та корпорацій (кількісне пом'якшення) та кредитну підтримку бізнесу. Кінцевою метою такої політики було збільшення обсягів кредитування бізнесу та держави задля компенсації зумовленого пандемією тимчасового зниження доходів.

**Антикризові заходи монетарної влади та їх наслідки,
станом на 30.09.2020р.**

Країна	Монетарна підтримка, % ВВП	Відношення державного боргу до ВВП / приріст з початку року, %	Коефіцієнт «виснаження»/приріст т.п.п.	Приріст грошової бази, %	Приріст МЗ, %	Процентна ставка по кредитах бізнесу, %, зміна т.п.п.	Приріст кредитів бізнесу, %
США	12,6	125,1/+14,0	43,0 /+8,3	38,4	21,1	3,3/-1,5	14,8
ЄВС	9,5	65,1/ +9,2	нд	48,6	9,1	1,8/-0,1	5,8
Велика Британія	12,4	103,5/ +13,8	21,7 /+0,5	47,7	11,1	3,1/-0,9	9,6
Болгарія	0,0	22,8/+23,7	10,1 /+0,8	20,5	5,8	3,0/-0,9	0,8
Польща	2,5	нд	27,1 /+6,0	35,5	12,6	4,6 /-1,3	-6,1
Румунія	0,5	42,9/+19,3	22,5 /+2,6	11,3	9,1	4,4 /-1,4	2,4
Україна	0,1	58,9/+17,4	50,2 /-0,0	18,9	19,7	9,7/-6,0	-0,2

Для пом'якшення наслідків рецесії у США у березні 2020р. було прийнято пакет державної підтримки економіки на загальну суму понад \$2 трлн. відповідно до Акту CARES (*The Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act*), який передбачав придбання ФРС державних, муніципальних та корпоративних облігацій, а також надання кредитів великим компаніям, малому та середньому бізнесу, домогосподарствам³⁴². ФРС знизила ставку рефінансування банків через дисконтне вікно з 1,75% до 0,25% річних. Вперше ФРС застосувала програми прямої кредитної підтримки великого бізнесу ФРС³⁴³ обсягом \$ 750 млрд. та малого і середнього бізнесу (*Main Street Lending Program*) обсягом \$600 млрд³⁴⁴. За 9 місяців 2020р. федеральний борг збільшився на 15%, а обсяги підтримки економіки через монетарні канали сягнули \$2,7 трлн. (12,6% ВВП за 2019р.). Упродовж вказаного періоду пропозиція грошей (агрегат МЗ) зросла на 21%, що дало змогу збільшити обсяги кредитування бізнесу на 14,8%. Втім, масштабна монетарна експансія спричинила поглиблення фінансових дисбалансів, адже на 30.09.2020р. *відношення федерального боргу до ВВП сягнуло найвищого за останні 50 років рівня – 125,1%, спричинивши подальше виснаження банківської системи до 43%.*

банка. – <https://www.bnb.bg/Statistics/index.htm>; National Bank of Romania. Financial and Monetary Statistics. – <https://www.bnr.ro/Financial-and-Monetary-Statistics-6372.aspx>; Narodowy Bank Polski. – https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/pieniezna_i_bankowa; Національний банк України. – <https://bank.gov.ua>.

³⁴² The CARES Act Works for All Americans. – <https://home.treasury.gov/policy-issues/cares>.

³⁴³ PMCCF (Primary Market Corporate Credit Facility), відповідно до якої ФРС надавала кредити і придбавала облігації корпорацій з високими кредитними рейтингами, та програму SMCCF (Secondary Market Corporate Credit Facility), яка передбачала викуп ФРС облігацій корпорацій на вторинному ринку.

³⁴⁴ MSLP. – <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/mainstreetlending.htm>.

Для країн зони євро ЄЦБ запровадив кілька програм підтримки економіки: PEPP (*pandemic emergency purchase programme*), якою передбачалось придбання державних та приватних цінних паперів на €1,35 трлн.³⁴⁵; TLTRO III (*targeted longer-term refinancing operations*), яка передбачала надання довгострокового рефінасування банкам для кредитування бізнесу³⁴⁶ та ін. За 9 місяців 2020р. фактичні обсяги підтримки економіки через монетарні канали становили €1,94 трлн. (9,5% ВВП за 2019р.) за рахунок зростання грошової бази майже на 50%. До тактичних успіхів антикризової політики ЄЦБ можна віднести зростання пропозиції грошей (агрегат M3) на 9,1% та обсягів кредитування бізнесу – на 5,8% за 9 міс. 2020р. Втім, у наступні роки ЄБС може вкотре зіштовхнутися із проблемою надмірного державного боргу, відношення якого на кінець 2020р. *перевищить 100% ВВП*.

У відповідь на пандемію у Великій Британії також було застосовано політику кількісного пом'якшення, яка включала викуп Банком Англії державних та корпоративних облігацій по програмі APF (*Asset Purchase Facility*) на £200 млрд.; зниження банківської ставки до 0,1%; підтримку малого та середнього бізнесу³⁴⁷, а також спільну програму Банку Англії і Казначейства CCFF (*Covid Corporate Financing Facility*), спрямовану на підтримку ліквідності великого бізнесу. За 9 місяців 2020р. і обсяги монетарної підтримки економіки становили £276,6 млрд. (12,4% ВВП у 2019р.), а грошова база зросла на 47,7%. У результаті вдалося збільшити пропозицію грошей на 11,1% і обсяги кредитування на 9,6%. Втім, монетарна експансія, стимулюючи економіку сьогодні, обмежила монетарний і фінансовий простір у наступні роки, адже відношення державного боргу до ВВП *зросло до найвищих за останні 60 років 103,5%*.

Отже, основним позитивним наслідком антикризової монетарної політики у країнах ядра була *активізація кредитування бізнесу*, що дало змогу частково компенсувати дефіцит ліквідності в умовах пандемії. Такий результат став можливим завдяки масштабам монетарної підтримки, фактичні обсяги якої (на 30.09.2020р.) становили від 9,5% ВВП у ЄБС до 12,6% ВВП у США. Втім, відношення державного боргу розглянутих країн до ВВП ще до завершення пандемії (на 30.09.2020р.) перевищувало відповідне значення після попередньої кризи, тоді як потенціал подальшої монетарної експансії значно звузився. На тлі того, що масштабний вплив капіталу з країн периферії у країни ядра, як це було в 2008-2009рр., у 2020р. не спостерігається, загострюється проблема збалансування публічних фінансів і платіжних балансів країн ядра. Нагромаджені фінансові дисбаланси і невизначеність щодо тривалості пандемії створюють ризики виникнення осередків фінансової нестабільності у країнах ядра та ставлять під сумнів спроможність продовження ними політики кількісного пом'якшення.

У країнах Східної Європи у відповідь на загрози розгортання зумовленої пандемією рецесії проводилась поміркованіша монетарна політика.

Болгарський національний банк (БНБ) офіційно жодних антикризових програм не проголошував, адже був обмежений у проведенні незалежної монетарної політики режимом «валютної ради». Тому антикризові функції були делеговані

³⁴⁵ Economic and monetary developments. ECB Economic Bulletin, Issue 4/2020. – <https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/html/eb202004.en.html>.

³⁴⁶ ECB announces easing of conditions for targeted longer-term refinancing operations (TLTRO III). – <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/>.

³⁴⁷ Asset Purchase Facility (APF): Asset Purchases and TFSME – Market Notice 19 March 2020. – <https://www.bankofengland.co.uk/markets/market-notice/2020/>.

Болгарському банку розвитку (ББР), капітал якого було збільшено за рахунок держави на 700 млн. левів³⁴⁸ (0,6% ВВП за 2019р.) для надання безпроцентних мікрокредитів обсягом 200 млн. левів та гарантій під кредити малому та середньому бізнесу обсягом 500 млн. левів³⁴⁹. Проте, за 9 місяців 2020р. обсяги кредитування бізнесу практично не зросли (приріст склав 0,8%) на тлі збереження низьких рівнів державного боргу і «виснаження» банківської системи.

Монетарна політика Румунії у відповідь на кризу також була поміркованою, хоча Національний банк Румунії вперше за багато років й здійснив викуп державних облігацій в обмежених обсягах. За 9 місяців 2020р. загальні обсяги монетарної підтримки економіки становили лише 6,5 млрд. левів (0,5% ВВП). Для активізації кредитування Національний банк Румунії знизив ставку з 2,5 до 2,0 %³⁵⁰). Крім того, була затверджена урядова програма підтримки малого та середнього бізнесу, яка передбачала надання державних гарантій під кредити в обсязі 15 млрд. левів. Втім, фактичні обсяги кредитування бізнесу за 9 місяців 2020р. зросли лише на 2,8 млрд. левів, або на 2,4%. Отже суттєво активізувати кредитування бізнесу не вдалося.

Порівняно із розглянутими країнами Польща проводила активнішу монетарну політику. Процентна ставка Національного банку Польщі (НБП) була знижена з 1,5% до 0,1%, а банк проводив купівлю державних та гарантованих державою облігацій на вторинному ринку³⁵¹. Фактичний обсяг монетарної підтримки економіки на 30.09.2020р. становив 2,5% ВВП, а монетарна база зросла на 35,5%. Монетарна експансія забезпечила фінансування програм бюджетної підтримки економіки обсягом PLN (польських злотих) 116 млрд. (5,2% ВВП). Окрім прямих витрат бюджету антикризова програма передбачала надання державних кредитних гарантій та мікрокредитів у сумі PLN 74 млрд. (3,3% ВВП), а також підтримку ліквідності бізнесу через Польський фонд розвитку обсягом PLN 100 млрд. (4,5% ВВП)³⁵². На думку Ради з монетарної політики НБП, позитивні результати монетарної політики полягали у зниженні процентних ставок, що знизило витрати на обслуговування державного боргу, забезпечуючи у такий спосіб «*додатковий простір для необхідних фіскальних стимулів*»³⁵³. Втім, досягти поставлених цілей повністю не вдалося, адже кредити бізнесу з початку року навіть скоротились на 6,1% (на 30.09.2020р.), тоді як коефіцієнт виснаження банківської системи зріс на 6 п.п. Частковий провал політики кількісного пом'якшення у Польщі вкотре нагадує, як працює «ефект витіснення», адже увесь приріст грошей в економіці (12,6%) було використано на фінансування державного боргу, який за 9 місяців 2020р. зріс на 11%.

Україна зустріла пандемію із найвищим рівнем виснаження банківської системи, більше половини ресурсів якої вже було вкладено в облігації держави

³⁴⁸ Dimitar Radev: The Bulgarian banking sector under Covid-19. – <https://www.bis.org/review/r200406d.pdf>.

³⁴⁹ State Aid SA.56933 (2020/N) – Bulgaria COVID-19: intermediated SME loan guarantee program. – https://ec.europa.eu/competition/state_aid/cases1/202015/.

³⁵⁰ NBR measures in the context of the COVID-19 pandemic. – <https://www.bnr.ro/NBR-measures-in-the-context-of-the-COVID-19-epidemic--21313.aspx>.

³⁵¹ Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 28 maja 2020r. – https://www.nbp.pl/polityka_pieniezna/dokumenty/files/rpp_2020_05_28.pdf.

³⁵² Tarcza antykryzysowa. – <https://www.gov.pl/web/tarczaantykryzysowa>.

³⁵³ Minutes of the Monetary Policy Council decision-making meeting held on 6 November 2020. https://www.nbp.pl/en/onbp/organizacja/minutes/mi_xi2020en.pdf

(50,2%). Встановлені у Меморандумі з МВФ³⁵⁴ обмеження щодо граничного обсягу чистих кредитів уряду на кінець 2020р. у 323 млрд. грн. означали фактичну заборону на застосування інструментів кількісного пом'якшення. Тому відповідь НБУ на пандемію звелася до зниження облікової ставки з 11% до 6%, а фактичні обсяги монетарної підтримки економіки (на 30.09.2020р.) становили символічні 0,1% ВВП. Антикризова політика базувалась винятково на фіскальній експансії, яка полягала у збільшенні дефіциту державного бюджету до 298,4 млрд. грн. (7,5% ВВП). Але критично високий рівень «виснаження» банківської системи і призупинення програми *stand-by* обмежили доступ уряду до боргового фінансування – на 30.09.2020р. вдалося залучити лише 48,7 млрд. грн. на внутрішньому ринку і 30,2 млрд. грн. (\$1,1 млрд.) на зовнішньому. Вказані труднощі із фінансуванням не складно було передбачити ще на етапі перегляду бюджету, беручи до уваги аномально високий рівень боргової залежності держави та «виснаження» банківської системи. Несподіванкою стало те, що з початку 2020р. грошова маса (M3) зросла на *небувалі у попередній монетарній історії України 17,3 %*.

Але банківський механізм трансформації заощаджень у кредити через банки вкотре не спрацював, на що вказує зменшення обсягів кредитування бізнесу на 0,2%. Кредитна підтримка малого бізнесу через програму «5-7-9» дала змогу дещо активізувати кредитування (на 14.12.2020р. було надано 15,3 млрд. грн. кредитів), але це кардинально не вплинуло на ситуацію. Фінансову систему України в 2020р. врятувало те, що на відміну від попередніх криз *не спостерігалось масового відпливу ліквідного капіталу*, навпаки, бізнес формував легальні ліквідні резерви – з початку 2020р. по 31.10.2020р. грошові кошти підприємств у гривні зросли на 18,5%, у доларах США на 1,5%. Восени 2020р. підприємства були значно краще підготовленими до рецесії, ніж весною, на що вказує створення подушки ліквідності. Отже, реакція бізнесу була прямо протилежною тій, що мала місце у 2008-2009рр., коли ліквідні кошти бізнесу в іноземній валюті за рік (01.10.2008 по 01.10.2009). зменшились на 9%, а у гривні – на 38 %.

У відповідь на пандемію країнами Східної Європи застосовувалась монетарна політика різного типу – від повного усунення центрального банку (Болгарія) до спроб проведення політики кількісного пом'якшення (Польща). *Зниження центральними банками процентних ставок виявилися недостатніми стимулами для активізації кредитування*, що вкотре підтвердило недовір'я такої політики у країнах з низьким рівнем фінансового розвитку та недостатнім рівнем розвитку фінансового сектора³⁵⁵. За відсутності якісних фінансових інструментів механізм трансформації заощаджень в інвестиції не спрацював.

Висновки. У відповідь на пандемію країни ядра вкотре застосували політику кількісного пом'якшення (в обсязі 10-15% ВВП), що дало можливість забезпечити економіку ліквідністю, зокрема розширити доступ бізнесу до кредитів. Утім, вже на 30.09.2020р. фінансові диспропорції значно поглибились. На відміну від попередніх криз у 2020р. вплив капіталів з країн периферії у країни ядра спостерігався не тривалий час, вже у четвертому кварталі 2020р. відбувається реалокція капіталів на ринки, що формуються. Унаслідок цього завдання збалансування фінансових систем країн ядра, яке

³⁵⁴ Ukraine: Request for Stand-by Arrangement-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Ukraine. – <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/CR/2020/English/1UKREA2020001.ashx>.

³⁵⁵ Hofman D. and Kamber G. Unconventional Monetary Policy in Emerging Market and Developing Economies IMF Special Series on COVID-19. September 23, 2020. – <https://www.imf.org/~media/Files/Publications/covid19-special-notes/>.

раніше здійснювалося за рахунок заощаджень країн периферії, ускладнюється. Відтак, міжнародні дисбаланси поглибились, а залежність країн ядра від майбутніх тенденцій міжнародного руху капіталу зросла. У разі подовження пандемії на невизначений період, нагромаджені дисбаланси можуть стати перешкодою для подальшої підтримки економік країн ядра через монетарні канали.

Вимушено проводячи розсудливішу монетарну політику, країни Східної Європи не змогли активізувати кредитування бізнесу, вкотре стикаючись із добровільно взятими на себе зобов'язаннями (валютна рада у Болгарії, програма *stand-by* в Україні), а також із ефектом витіснення (Польща). Політика «дешевих» грошей у країнах Східної Європи не спрацьовує, беручи до уваги слабку реакцію кредитування бізнесу на зниження процентних ставок. Це означає, що бізнес у цих країнах відчуватиме зростаючий дефіцит капіталу, що негативно вплине на обсяги сукупної пропозиції. Можна з цілковитою впевненістю прогнозувати, що обмежений доступ бізнесу до фінансування у разі подовження тривалості пандемії може спричинити дефіцит ліквідності у секторі нефінансових корпорацій і поглиблення рецесії.

Отже, в умовах пандемії політика «дешевих» грошей і кількісного пом'якшення спрацювала лише у країнах ядра, що не стало несподіванкою. Недієвість політики «дешевих» грошей у країнах Східної Європи, зокрема млява реакція на неї ринків кредитування бізнесу, вказують на те, що вирішення потребують проблеми недовіри банків до бізнесу та надмірних ризиків кредитування. Втім, це вже не завдання монетарної політики і є предметом іншого дослідження.

Постковідна трансформація банківської системи: антикризове розв'язання суперечностей глобалізації та локалізації

Юрій ПРОЗОРОВ,

н.с. відділу економічної теорії

ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України»,

дійсний член Української Асоціації Римського клубу

Yuriy PROZOROV. **Post-COVID transformation of the banking system: anti-crisis solution of globalisation vs localization contradictions.** *The NBU efforts should focus not only on ensuring the price stability (inflation), but also on maintaining the purchasing power and hryvnia stability. It is necessary to update the NBU's mandate as a central bank from "strong" inflation targeting to expanded targeting, taking into account the risks of rising unemployment, just like the FRS. Digital experience of businesses gained during remote work will accelerate changes in working methods in both banks and enterprises. Such changes will affect not only employers, corporate supply chains, logistics and payments in the B2B sector, but also networking and globalisation of cross-border consumption patterns of individuals and banking innovations in lending and commission services in the P2P segment.*

The bitcoin price surge was an apparent outcome of the coronavirus crisis and significant changes in payment systems following the forced transition of millions of able-bodied people to online work. Cryptocurrencies (bitcoin and altcoin) have a new complex economic nature, acting initially as digital raw materials, then become a digital commodity in the exchange process and end up as quasi-money, or the central bank digital currency (CBDC) in circulation. Today, there are three levels of institutional boundaries of digital banking: technological boundaries, the boundaries of economic efficiency / inefficiency of digital technology implementation and regulatory boundaries.

Due to the advanced national development of financial and global remote (including banking) digital technologies, Ukraine has opportunities to introduce modern revolutionary institutional changes.

У всіх країнах з розвиненою економікою у 2020р. були реалізовані надзвичайно щедрі програми кредитування підприємств, причому в деяких випадках на період Ковіду (Covid-19) фінансові та банківські регулятори повністю звільняють банки від кредитного ризику. У багатьох країнах держава знов у центрі фінансово-економічних подій, причому ця зміна носить не тільки кількісний, але і якісний характер – чи не вперше держава в особі центробанку та інших органів центральної та місцевої влади приймають ті ризики, які до цього відносилися до приватного сектору.

Деякі з цих політичних змін не мають прецедентів, тоді як інші – лише прискорення вже існуючих тенденцій монетарної політики. Слідом за інертним відновленням у відповідь на світову фінансову кризу вже відбувся перегляд ряду фундаментальних постулатів формування політик центрального банку. У цілому, хоча і без надмірного ентузіазму, центральні банки проводять такі заходи неконвенційної монетарної політики, які свідчать про те, що низькі процентні ставки – це не тимчасове явище.

Структурні трансформації. Федеральна резервна система США, зокрема, з набагато більшою терпимістю ставиться до «перегріву економіки», більше не турбуючись про те, що інфляція може стати для економіки реальною загрозою, як тільки знизиться безробіття. Такі концептуальні монетарні зсуви дозволили центральним банкам завчасно вжити комплексних заходів для підтримки попиту, забезпечення дешевого фінансування і функціонування фінансового ринку в умовах пандемії.

Багатьом дослідникам це здається дуже ліберальним зрушенням в позиції центральних банків, і цей концептуальний інституційний зсув, наш погляд, збережеться у середньостроковій перспективі у посткризовий період. Велика вірогідність, що в разі затягування коронакризи за межі 2021р. та нових хвиль мутацій штамів і відповідних кількох національних та глобальних локдаунів, ми побачимо епоху від'ємних ключових ставок центральних банків.

Провідні центробанки світу у 2020р. утримували ключові ставки на рівнях, близьких до нульових. Тривають програми пом'якшення, розпочаті через коронакризу: баланс ФРС США зріс із початку 2000р. на понад 70%, Центробанків Євросистеми – майже на 50%³⁵⁶. Уряди та регулятори, за оцінками НБУ, переважно подовжували та розширювали дію програм і заходів, оголошених у II кв. 2020р. При цьому у другому півріччі нові заходи монетарного ситуювання центробанками майже не вводилися. Загальна вартість оголошених державних антикризових заходів у 54 найбільших економіках світу сягнула \$10 трлн.³⁵⁷ та буде наростати, на наш погляд, і у 2021-2022рр. Дуже суттєвою є різниця із фінансовою кризою 2008р. (таблиця «Обсяг антикризових заходів провідних країн світу»³⁵⁸, де згруповано країни світу, антикризові заходи яких вже склали більше 10% ВВП). Такий надзвичайний стан справ свідчить про *Ковід* як глобальний виклик зовнішнього надпотужного експліцитного шоку навіть для самих стійких та успішних у минулому економік світу.

**Обсяг антикризових заходів провідних країн світу,
% ВВП (якщо не вказано інше)**

<i>Країна</i>	<i>Коронакриза 2020р.</i>	<i>Фінансова криза 2008р.</i>	<i>Коефіцієнт відносної сили коронакризи, рази</i>
Німеччина	33,0	3,5	9,4
Японія	21,0	2,2	9,5
Франція	14,6	1,4	10,4
Велика Британія	14,6	1,5	9,7
США	12,1	4,9	2,5
Канада	11,8	2,8	4,2
Індія	10,0	1,2	8,3

Голова ФРС США Пауел 5 листопада 2020р. на брифінгу ФРС дав таку відповідь про коронакризу³⁵⁹: «Це є не стільки типовий спад, де попит слабшає, ФРС знижує процентні ставки, процентні ставки стимулюють попит, і економіка одужує. Це раптовий шок, коли десятки мільйонів людей залишаються без роботи. І фіскальна відповідь була, чесно кажучи, я думаю, дуже хорошою і дуже надійною в Сполучених Штатах. І це безумовно, одна з головних причин, чому відновлення було настільки хорошим, як і до цього часу. І я також думаю, що фіскальна політика тут абсолютно необхідна. Знаєте, стимулювання сукупного попиту – це одна річ, *але там, де є частина економіки, яка буде стійкою до цього, вам також потрібна фіскальна політика*».

ФРС США у 2020р. займався не тільки підтримкою американської, але й світової економіки через взаємні кредитні лінії між центробанками. Так, загальний баланс кредиту ФРС для центробанків інших країн у 2020р. досяг \$448 млрд.

³⁵⁶ Звіт про фінансову стабільність Національний банк України, грудень 2020. – https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/FSR_2020-H2.pdf?v=4.

³⁵⁷ За розрахунками Cassim Z., et al. The \$10 trillion rescue: How governments can deliver impact. – <https://www.mckinsey.com/>.

³⁵⁸ Джерело: МакКінсі, 2020. – <https://www.mckinsey.com/~media/McKinsey>.

³⁵⁹ Transcript of Chair Powell's Press Conference -- November 5, 2020 (federalreserve.gov).

(50,4% припадає на Банк Японії, 31,9% – на Євроцентробанк, 17,7% – на інші центробанки)³⁶⁰. Цей обсяг підтримки з боку Федерального резерву ще не зрівнявся із історичними максимумами кризи 2008-2009рр., коли цей показник сягав майже \$600 млрд., але прямим чином свідчить про глибину кризи.

Український порядок денний реакції на коронакризу. Україна запровадила низку інституційних трансформацій, спрямованих на зменшення негативних коронавірусних тисків. Зокрема, Верховна Рада України призупинила дію фіскального «правила» (дефіцит державного бюджету не більше 3% від ВВП) з внесенням змін до Закону України «Про бюджет на 2020 рік» стосовно перевищення витрат над доходами (приблизно на 7% ВВП).

Уряд розширив фіскальну підтримку, у т.ч. шляхом визначення пріоритетів Ковідного фонду та перерозподілу раніше визначених витрат бюджету 2020р., по суті, запровадивши квазі-збалансований бюджет.

НБУ ввів для банків низку протикризисових заходів, зокрема:

- короткострокові кредитні канікули для позичальників комерційних банків;
- довгострокове рефінансування комерційних банків з боку НБУ (строком на 5 років);
- запровадження кредитної лінії («своп-лінії») НБУ з ЄБРР на \$500 млн.

Уряд та НБУ узгодили перерахування прибутку НБУ на рахунок Кабміну у 2020р. 42,7 млрд. грн., що менше, ніж у 2019р., коли обсяг сягав 64,9 млрд. грн. На 2021р. НБУ пропонував відповідне перерахування обсягом 33 млрд. грн., при тому, що Кабмін пропонував 45 млрд. грн.

У виступі на Конференції *F4-service* 18 листопада 2020р. О.Вальчишен³⁶¹ досить різко та незвично охарактеризував такі дії українських уряду та Центробанку у 2020р. – не як інфляційне таргетування, а як політику квазі “currency board”: крім перерахування прибутку НБУ не здійснює пряму підтримку КМУ (політика 2015-2020рр.); КМУ запозичує через комерційні банки (гривню, інші валюти) або зовнішній кредит; формування МЗ (грошової маси) здебільшого “через” чисті зовнішні активи.

Професор В.Корнєєв акцентував увагу, що антикризові дії уряду від початку фокусувались навколо спеціально створеного фонду для боротьби з коронавірусом, який був започаткований ще 20.03.2020р. обсягом 66 млрд. грн. Витрачання коштів з цього фонду «викликає суспільний резонанс, в межах доступних коштів станом на 20.11.2020р. було використано лише 41 млрд. грн, або 62% від загальної суми, передбаченої у зміненому Держбюджеті-2020. Дефіцит державного бюджету України у квітні ц.р. було збільшено до 7,5% (до 298 млрд. грн.), зросли видатки на медицину, «амортизацію» наслідків безробіття. У рамках збільшених видатків фінансування бюджету кредити МВФ й інших міжнародних організацій стали більш, ніж необхідними»³⁶². Але Нова Кредитна програма України з МВФ обсягом \$5 млрд. фактично не може вважатися успішною – у 2020р. транші не вибрані у повній сумі.

³⁶⁰ Вальчишен О. Мобілізація на тлі пандемії COVID-19. // Доповідь на конференції FAS 18.11.2020р., с.3.

³⁶¹ Вальчишен О. Мобілізація на тлі пандемії COVID-19. // Доповідь на конференції FAS 18.11.2020, с.6.

³⁶² Корнєєв В. «Подвійний нельсон» антикризового фінансування. – <https://m.day.kyiv.ua/uk/article/ekonomika/>.

Але, за думками В.Корнєєва та інших аналітиків Робочої групи УТФА з питань грошово-кредитної політики, – цінова стабільність не є безумовною перевагою за будь-яких обставин. Діяльність НБУ спрямована на виконання його основної конституційної функції – забезпечення стабільності гривні. Тому і стабільність цінова (ціль пріоритетна, тобто перша в поточній редакції ст. 6 ЗУ «Про НБУ») повинна не «строго послідовно, а варіативно поєднуватись з наступними цілями монетарної політики – забезпеченні разом з Урядом фінансової стабільності і підтримки економічного зростання»³⁶³.

Не будемо забувати і про надзвичайне загострення проблеми безробіття – необхідно змінювати мандат НБУ як центрального банку із кутового режиму інфляційного таргетування – і переходити на розширене таргетування на кшталт ФРС США. Ще раз процитуємо Голову Пауела: «Реакція Федерального резерву на цю кризу керувалася нашим мандатом сприяти максимальній зайнятості та стабільним цінам для американського народу, разом із нашими обов'язками сприяти стабільності фінансової системи. Як зазначено у нашій заяві щодо довгострокових цілей та Стратегії грошово-кредитної політики, ми розглядаємо максимальну зайнятість як широкомасштабну та інклюзивну ціль»³⁶⁴.

Перспективи виходу з Коронакризи та довгострокові наслідки.

М.Сандбу підкреслює, що «трапляються унікальні моменти, коли рішення лідерів надовго змінюють курс розвитку суспільства. І зараз настав один з таких моментів. Сьогодні лідери зіткнулися з трьома важливими питаннями, що стосуються концепції економічного майбутнього їх країн»³⁶⁵.

Перше із таких інституційних питань: перерозподіл або відновлення? Економіка окремих країн виявилася у кризі, залишивши компанії і працівників (а також державні та недержавні комерційні банки, що кредитували їх до кризи) в повній невизначеності щодо майбутнього – чи збережеться попит на офлайн роботу, що існувала до пандемії, наскільки доцільно інвестувати в той чи інший напрям бізнесу або ж слід звернути поточну діяльність, щоб елімінувати збитки та відкрити нові стартапи в інших сферах.

Політика секторального стимулювання або її відсутність може суттєво вплинути на те, чи перемістяться капітал і робоча сила в нові види діяльності або ж збережеться докризова структура розподілу ресурсів економіки. Навіть якщо в результаті COVID-19 деякі види діяльності назавжди стануть менш прибутковими, перерозподілу може не відбутися – або він відбудеться в недостатньому обсязі – за відсутності сприяння цьому заходів політики, через вірогідності оцінювання ризику і невизначеності.

Але якщо існуюча економічна модель держави, окремих секторів, потужних корпорацій-національних чемпіонів та більше компаній малого та середнього бізнесу прийшли в непридатність, нова модель їх кредитування з боку банків потребуватиме докорінного перегляду після закінчення періоду кредитних канікул. Те саме стосується моделей кредитування банками домогосподарств із високим борговим навантаженням. Також, на нашу думку, вірогідні глобальні зміни банківських підходів до прийнятного нового постковідного

³⁶³ Там само.

³⁶⁴ Transcript of Chair Powell's Press Conference -- November 5, 2020 (federalreserve.gov).

³⁶⁵ Сандбу М. ПРЕКРАСНЫЙ новый мир после пандемии. // Финансы и развитие, Декабрь 2020, с.8-9.

рівня ризику споживчого кредитування фізичних осіб в умовах цифровізації та переводу в он-лайн бізнес-процесів і структурного безробіття.

Друге, більш актуальне питання з точки зору М.Сандбу: «відновлювати, але краще, або відновити поточну діяльність»? Він вважає, що «є важлива різниця між прагненням використовувати дестабілізацію для створення чогось нового і бажанням якомога швидше повернутися до колишнього стану речей. Ці дві установки підводять до різних політичних підходів – в загальних рисах, зберігати мінімально необхідний перерозподіл ресурсів, викликаний пандемією або використовувати дестабілізацію для більш фундаментального перетворення економіки»³⁶⁶.

Концепція «відновлювати, але краще» вимагатиме після кризи набагато більше зусиль від підприємств і фізичних осіб – наприклад, більш цілеспрямованого досягнення цілей боротьби зі зміною клімату або підвищення оплати праці та норм трудових відносин, а також використання втрати зайнятості для вибору нового шляху. Банкам, на нашу думку, такий підхід загрожує необхідністю формувати додаткові резерви під наростаючі кредитні ризики та подальшими масовими списаннями за рахунок резервів.

Альтернативний підхід «відновлення поточної діяльності» спрямований на те, щоб будь-які коригування, які належить зробити суб'єктам господарської діяльності, виявилися по можливості мінімальними, короткостроковими і безболісними – для банків-кредиторів таких підприємств це буде більш прийнятний сценарій виходу із ковідної кризи у 2021-2022рр.

Останнє, третє питання М.Сандбу стосується того, наскільки держави готові повернутися до планування – вдатися до втручання для цілеспрямованого формування економіки протягом часу.

Наявність політичної мети – будь-то перерозподіл між секторами, регіональна конвергенція або концепція «відновлювати, але краще» – передбачає деяку впевненість у здатності держави координувати і направляти поведінку приватного сектора, а також готовність призначити бажаний кінцевий пункт. Підкреслюється, що втрата довіри і політичної волі привела до того, що у 1980-х роках планування виявилось незатребуваним.

У результаті цього стратегічне планування сьогодні забуто, і більшість урядів втратили відповідну компетенцію. Але діалектично *Ковід-криза* може по спіралі повернути до фінансово-економічних реалій державне та наддержавне індикативне чи навіть у деяких питаннях директивне планування, як це вже відбувається у розподілі квот на сотні мільйонів вакцин серед країн світу.

Відчутні зміни в технологіях, що використовуються компаніями, і це свідчить про те, що нова практика віддаленої роботи – аж ніяк не тимчасове явище. Багато компаній планують зберегти в деякій мірі дистанційний режим роботи навіть після пандемії. Нові технологічні та організаційні навички, які роботодавці були змушені стрімко набувати у 2020р., вже не будуть ніколи забуті. Цей цифровий досвід, на нашу думку, змінить методи роботи як у банківських офісах, так і на підприємствах банківських клієнтів.

Такі зміни стосуються не тільки роботодавців, мереж корпоративних поставок, логістики та оплати у *B2B*-сегменті, але й мереживізації та глобалізації

³⁶⁶ Там само, с.9

трансграничної моделі споживання фізичних осіб та банківських новацій у кредитуванні та комісійному обслуговуванні сегменту *P2P*.

Очевидним наслідком коронакризи та суттєвих змін у системах платежів в умовах примусового переходу в он-лайн сотень мільйонів працездатного населення став стрибок ціни біткойну вище позначки \$20 тис. у 2020р. Криптовалюти (біткойн та альткоїни), як вказувалось раніше³⁶⁷, мають нову складну економічну природу, виступаючи на початковому етапі видобування, як віртуальні копальні – *цифрова сировина*, потім у процесі обміну як *цифровий товар*, у процесі обігу – як *квазі-гроші (синтетичні приватні стейблкоїни)* або як *цифрові валюти центрального банку (CBDC)*. У процесі інвестування та обороті на вторинному ринку криптовалюти виступають не як *нематеріальний актив*, а як *фінансовий цифровий актив* із відповідними котируваннями на крипто-біржах та/або крипто-обмінних системах, а похідні від них фінансові інструменти – токени – як *деривативи (похідні)* на такий базовий цифровий актив.

Багатьом експертам здається малоімовірним, що зростання у 2020р. онлайн-торгівлі і відмова від фізичних поїздок до закритих на періодичні локдауни торговельно-розважальних центрів на користь мережевого підключення будь-коли зовсім припиниться, навіть якщо з'явиться вакцина, яка остаточно переможе усі штами вірусу. На наших очах відбувається корінне перетворення економіки – інституційний прорив в економічний цифровий постмодерн.

Але як і в усіх процесах розвитку, у цифровізації також існують певні межі. Цифроізоляція – це не панацея від коронавірусу. Нами виявлено три рівня інституційних меж застосування цифрового банкінгу в якості антикризового механізму змін³⁶⁸: *технологічні межі*, *межі економічної ефективності/ неефективності* впровадження цифрових технологій та *регуляторні межі* – відставання формальних інститутів законодавства, а також нормативних та регуляторних актів від новітніх технологій.

Використання згаданих підходів дозволить впровадити цифровізацію банківської системи як антикризовий механізм в теперішній коронакризовий час, коли не тільки кількісно, але й якісно зростає дистанційний банкінг як частина інформаційно-мережевої економіки. Це знизить ризики зростання структурного безробіття серед банківських працівників в Україні, яке може сягнути протягом 2020-2021рр. до 30 тис. осіб³⁶⁹.

Особливості фінансових інновацій в Україні. Є підстави стверджувати, що вплив фінансових інновацій на розвиток інформаційно-мережевих механізмів банківської системи у 2021-2022рр. матиме нерівномірний за часом та напрямками характер – швидкість цифрових технологічних перетворень у роздрібному сегменті банківського ринку, як і в 2020р. значно перевищуватиме зміни у корпоративному кредитуванні та андерайтингу цінних паперів. Тому досить плідним задля виявлення закономірностей протікання інформаційно-

³⁶⁷ Прозоров Ю. Приватно-державний інституційний дуалізм структури банківської системи та його вплив на відтворювальну динаміку економічної діяльності. // Відтворювальна динаміка економічних систем: інститути та діяльність: монографія. / За ред. А.Гриценка. – К., 2018, 534с.

³⁶⁸ Прозоров Ю. Цифровізація банківської системи як антикризовий механізм при переході від постіндустріальної до інформаційно-мережевої економіки. // Тези доповідей X Всеукраїнської науково-практичної конференції «Проблеми та шляхи забезпечення ефективного функціонування і стабільного розвитку банківської системи та економіки». / 15 травня 2020р., ДВНЗ «Університет банківської справи», 2020, с.146.

³⁶⁹ Там само, с.148.

комунікативних процесів формування банківських структур в мережевій економіці майбутнього буде використовувати дво-швидкісний підхід – окремо для фізичних та юридичних осіб (Банк в банку) в рамках кожного банку та банківської системи загалом.

В умовах кредитних канікул для позичальників, які тим чи іншим чином введені у практично усіх країнах світу у 2020р., виникає питання – як банками залишатися прибутковими і продовжувати свій бізнес? Традиційна відповідь – збільшувати частку комісійних доходів та розформовувати раніше створені резерви з метою збільшення прибутку. Але чи працює цей підхід у коронакризу?

НБУ у своєму грудневому Звіті про фінансову стабільність проаналізував динаміку комісійного доходу по банківській системі України³⁷⁰, яка була неоднорідною. Після значного весняного *Ковід*-шоку комісійні доходи банків почали влітку-восени відновлюватися разом із зростанням економіки. Причому в жовтні 2020р. зростання становило майже 19%, порівняно з жовтнем 2019р. НБУ відмічає значне зростання доходів банків від касового обслуговування та прогнозує короткострокове падіння комісійного доходу під час січневого локдауну 2021р. Карантинні обмеження досить швидко змінили попит клієнтів на банківські послуги.

Упродовж кількох місяців 2020р. відбулася структурна трансформація попиту, на яку в звичайних умовах цифрового розвитку знадобилося б кілька років, особливо вибухово зріс попит на віддалені послуги з використанням онлайн-банкінгу. Банки, передбачаючи велику конкуренцію в цьому сегменті, сприяли поширенню дистанційних послуг, знижуючи тарифи на безготівкові платежі та перекази. НБУ дозволив віддалену ідентифікацію клієнтів.

Розвиток безготівкових платежів, як відмічає НБУ, однак, не призвів до зниження попиту на готівку, що свідчить про ще досить суттєву частку неформальної економіки у країні. При цьому комерційні банки, користуючись таким попитом з боку населення та бізнесу, встановили додаткові або підвищили існуючі тарифи на готівкові операції.

Основні ризики банківського кредитування постковідної «нової цифрової економіки» – недостатність ліквідної застави при кредитуванні таких проектів, проблеми з справедливою оцінкою вартості майбутніх грошових потоків при проектному фінансуванні стартапів нової економіки, ризики шахрайства при продажі та обігу крипто-активів (монет та токенів).

Існують ризики при розвитку нових банківських технологій дистанційного онлайн кредитування в Україні. Основними ризиками ми вважаємо не вирішені досі питання кібербезпеки задля захисту та авторизації доступу до електронних рахунків фізичних та юридичних осіб он-лайн засобами *bankID* або *mobileID*; протиріччя між ефективністю та швидкістю он-лайн кредитування та проблемами віддаленої ідентифікації клієнтів банку – застаріла регулятивна база НБУ; необхідність періодичної верифікації особи клієнта у відділеннях, де в умовах карантинних обмежень утворюються величезні черги клієнтів.

Наявність вимоги підпису паперового договору та недостатня розповсюдженість засобів електронно-цифрового підпису та нові обмеження з

³⁷⁰ Звіт про фінансову стабільність НБУ, грудень 2020. – https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/FSR_2020-H2.pdf?v=4.

боку фінансового моніторингу у 2020р. щодо поповнення платіжних карток та банківських рахунків не більш ніж 5 000 грн.³⁷¹ – також не сприятимуть подальшій прискореній цифровізації банківської справи в Україні.

Так чи інакше, «радикальна зміна політики в багатьох країнах стане уроком для всього світу і неодмінно вплине на умови щодо політики, що стосуються надання фінансової допомоги найбіднішим країнам і полегшення їх боргового тягара. Тим часом деякі зміни відкривають безпосередні можливості для країн з економікою, що розвивається: перехід до віддаленої роботи покращує перспективи залучення ззовні робочих місць у сфері послуг з високою доданою вартістю»³⁷².

Багатші країни наразі краще підготовлені до цих революційних інституційних змін, ніж бідніші. Але можливості за рахунок випереджаючого національного розвитку фінансових технологій та глобальних дистанційних, в т.ч. банківських, цифрових технологій є і для країн з низькими доходами, таких як Україна.

³⁷¹ Офіційний сайт НБУ. – <http://www.bank.gov.ua/>.

³⁷² Сандбу М. Прекрасный новый мир после пандемии. // Финансы и развитие, Декабрь 2020, с.8.

Антикризова економічна політика Китаю в умовах COVID-19: заходи та результати

Олена САЛІХОВА,

провідний науковий співробітник відділу моделювання та прогнозування
економічного розвитку, ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України»

Olena Salikhova. **China's anti-crisis economic policy in COVID-19 expansion: measures and results.** *This article provides overview of the tools of policies for the financial support to enterprises, that are strategic to the prevention and control of the pandemic. The author substantiate that China has a government-led integrated approach to strengthening economic sector and targeted policies to channel funding directly to the companies that need it most, including SMEs: establishing a list of key SMEs for pandemic prevention and control, support to enterprises that are strategic to prevention and control of the pandemic includes re-lending facilities with preferential lending rates, government subsidies, extensions of loan repayment periods and increased credit volumes, stabilizing loans for enterprises; tax and social security premium incentives; reducing rents; refunding unemployment insurance premiums; increasing export tax rebates rates, encouraging large enterprises to cooperate with SMEs, such as by increasing their support in supply chains, in terms of loan recovery, raw material supply.*

Під впливом глобальної пандемії світова економіка переживає глибокий спад, руйнуються виробничі та збутові ланцюжки, скорочується міжнародна торгівля та інвестиції, відбуваються коливання на ринку основних товарів, падає внутрішнє споживання, ускладнюється робота компаній, особливо середніх, малих і мікропідприємств (СММП), поглиблюється розрив між доходами і видатками бюджетів, збільшується напруга у сфері працевлаштування, зростає бідність. Водночас, опублікована 1 грудня 2020р. ОЕСР Доповідь про перспективи розвитку світової економіки³⁷³, вказує, що єдиною країною, котра в цьому році продемонструє позитивне зростанням, стане Китай; причому до кінця 2021р. очікується, що глобальна економіка відновиться до докризового рівня, а внесок Китаю в її зростання перевищить 1/3. Національне господарство Піднебесної, що зазнало у перші місяці 2020р. найбільшого падіння³⁷⁴, виявило надзвичайну стійкість, яку обумовили, два чинники: потужний високотехнологічний промисловий фундамент, що цілеспрямовано вибудовувався протягом останніх 40 років³⁷⁵, а також здатність китайського

³⁷³ Turning hope into reality. OECD Economic Outlook, December 2020. – <https://www.oecd.org/economic-outlook/>.

³⁷⁴ Промислові підприємства, які мають річний дохід понад 20 млн. юанів (близько \$2,83 млн.) в період з січня по лютий 2020р. скоротили прибуток на 38,3%, додану вартість – на 13,5%. Найбільше падіння спостерігалось у переробній промисловості – 15,7%; додана вартість лише двох з 41 основної галузі зросла порівняно з аналогічним періодом минулого року: нафтогазова індустрія збільшила показник на 2,1%, виробництво тютюнових виробів – на 6,9%; решта 39 галузей значно знизили додану вартість, серед них: переробка сільськогосподарської та суміжної харчової промисловості, текстильне виробництво, виробництво хімічної сировини та хімічної продукції, виробництво неметалевих мінеральних продуктів, виплавка і обробка чорних і кольорових металів, виробництво загального і спеціального обладнання, автомобілебудування, залізничне машинобудування, суднобудування, авіакосмічне, інше транспортне машинобудування, виробництво електричних машин і устаткування. Це найбільше падіння з січня 1990р. За підсумками I кв. 2020р. ВВП Китаю впав на 6,8% в річному вираженні – це перше зниження економіки КНР з 1992р., коли уряд почав публікувати такі дані поквартально.

³⁷⁵ Набуття Китаєм світового лідерства у високотехнологічних галузях промисловості стало результатом реалізації заходів далекоглядних китайських стратегів, що надало можливість у рекордно короткі терміни підняти національну науку і технології, а не "магічних чеснот" ринкових сил, де раціональні агенти природно створюють

уряду ухвалювати своєчасні дієві рішення щодо контролю над епідемією та запроваджувати заходи зі стабілізації соціально-економічної ситуації та відновлення зростання.

Слід згадати, що починаючи з 2000р., Китай неодноразово стикався з епідеміями, які чинили вплив на соціально-економічні процеси, зокрема: SARS – у 2003р., грип H1N1 – у 2009р., пташиний грип – у 2013р. Швидко справлятися із кризами та їх негативними наслідками, зберігаючи стабільне економічне зростання, допомагала скоординована політика уряду Китаю та міжнародна співпраця, що сприяло оперативним та ефективним діям. Проте ці епідемії були локальними, порівняно із нинішньою пандемією COVID-19, яка завдала удар по світовій економіці.

Зазначимо, шок COVID-19 поєднує в собі риси шоку попиту і пропозиції, якій відбувався у кілька етапів³⁷⁶:

Фаза 1 – китайський шок (січень-березень): в основному несприятливі побічні ефекти через глобальні виробничі ланцюжки створення вартості. Дефіцит пропозиції характерний тільки для деяких виробників і продуктів; галузеві ефекти значні, але макроефекти незначні, оскільки найбільш постраждали галузі (транспортне обладнання, електроніка, фармацевтика, текстиль) сягають разом близько 4% ВВП (значно більше для Німеччини), згідно з даними ОЕСР.

Фаза 2 – галузевий шок (починаючи з лютого): галузевий і регіональний шок попиту, який вразив в основному туризм, повітряний транспорт, готельний бізнес та розваги. Це сильніший шок, але, знову ж таки, уражений сектор в цілому невеликий - не більше 5% ВВП з урахуванням ресторанів, з деякими відмінностями по країнам (більше в Іспанії, менше в Німеччині).

Фаза 3 – гострий загальний збій (з початку березня – в Італії, на 1-3 тижні пізніше – в інших європейських країнах): сукупний шок пропозиції в результаті заходів щодо стримування поширення інфекції з обмеженням попиту і мобільності.

Аби зупинити розповсюдження епідемії та загальмувати стрімке падіння у соціально-економічній сфері 7 лютого 2020р. Міністерство фінансів, Комісія з розвитку і реформ, Міністерство індустрії і інформаційних технологій, Народний банк та Аудиторське бюро ухвалили спільний документ – *«Екстрене повідомлення про посилення ключових заходів профілактики і контролю епідемій для забезпечення фінансової підтримки підприємств»*³⁷⁷. Документ зобов'язав ключові органи провінцій, автономних районів, муніципалітетів, що знаходяться в безпосередньому підпорядкуванні центрального уряду, міст в рамках окремого державного планування, фінансові департаменти (бюро),

оптимальні умови для сталого економічного зростання. Детальніше: Саліхова О.Б. Високотехнологічне виробництво: від методології оцінки до піднесення в Україні / НАН України, ДУ "Ін-т економіки та прогнозування НАН України". Київ, 2012, с.237-257; Саліхова О. Високотехнологічна економіка. Уроки Китаю. Вісник Київського Національного торговельно-економічного університету – 2020, №3, с.27-49.

³⁷⁶ Докладніше: Bénassy-Quéré A and ets. COVID-19: Europe needs a catastrophe relief plan. – <https://voxeu.org/article/covid-19-europe-needs-catastrophe-relief-plan>.

³⁷⁷ Міністерство фінансів, Комісія з розвитку і реформ, Міністерство промисловості та інформаційних технологій, Народний банк Китаю і Державне контрольно-ревізійне управління про перемогу в боротьбі з епідемією.

Термінове повідомлення для посилення профілактики і контролю епідемії і забезпечення фінансової підтримки підприємств. – http://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/2020-02/07/content_5475962.htm. Тут і далі у посиланнях на матеріали китайською мовою назви відповідних публікацій подаватимуться українською.

комісії з розвитку і реформи, департаменти промисловості та інформатизації, аудиторські департаменти та бюро тощо здійснити такі дії.

По-перше, запровадити систему ведення **переліку ключових підприємств** з профілактики та боротьби з епідеміями. Національна комісія з розвитку і реформ та Міністерство промисловості та інформаційних технологій мають формувати списки господарюючих суб'єктів, що займаються:

- (1) виробництвом медичного захисного одягу, ізоляційного одягу, медичних та захисних цивільних масок, медичних окулярів, тестів для виявлення коронавірусу, машин швидкої допомоги з салонами, в яких створюється негативний тиск, стерилізаторів, приладдя для стерилізації, інфрачервоних термометрів;
- (2) виробництвом важливої сировини і допоміжних матеріалів, обладнання та суміжних виробів, необхідних для продукування товарів п.1;
- (3) виробництвом предметів першої необхідності;
- (4) закупівлями та зберіганням медичних матеріалів;
- (5) відповідним інформаційним та комунікаційним обладнанням та сервісними системами для реагування на епідемію, і компанії, які беруть на себе зазначені завдання з транспортування та продажу матеріалів.

На обласні департаменти розвитку і реформ, промисловості та інформаційних технологій покладено відповідальність за формування списку ключових підприємств на регіональному рівні, а також за подання його до Комісії з розвитку і реформи і в Міністерство промисловості та інформаційних технологій. Останні повинні проаналізувати надану інформацію і визначити остаточний перелік ключових підприємств для реалізації заходів з профілактики та контролю епідемій (далі – національний перелік)³⁷⁸. Управління списком та обмін інформацією відбувається через Національну комісію з розвитку і реформ і Міністерство промисловості та інформаційних технологій³⁷⁹, котрі чітко дотримуються процедури і оперативно здійснювати коригування переліку.

По-друге, допомагати фінансовим установам в частині збільшення кредитної підтримки через запровадження **спеціального рефінансування раніш**

³⁷⁸ Провінції Хубей, Чжецзян, Гуандун, Хенань, Хунань, Аньхой, Цзянсі, місто Чунцін, Пекін, Шанхай та інші провінції отримали можливість самостійно встановити ключові гарантії профілактики і контролю епідемії в своїх регіонах відповідно до потреб. Перелік підприємств (далі – *місцевий перелік*) подається в Комісію з розвитку і реформи і в Міністерство промисловості та інформаційних технологій. Основні виробники предметів медичного призначення та предметів першої необхідності у зазначених регіонах, які відіграють важливу роль у захисті матеріалів для профілактики і контролю епідемій, перш ніж бути включеними до списку, можуть спочатку подати заяву на кредитну підтримку в фінансових установах і отримати її у фінансових установах відповідно до принципів надзвичайних і особливих обставин. Потім подати заяву у провінційні відділи розвитку і реформ, промисловості та інформаційних технологій для включення в список.

³⁷⁹ Зазначені органи разом із Міністерством фінансів, Народним банком Китаю і Державним аудиторським управлінням мають обмінюватися інформацією щодо національних і місцевих списках в режимі реального часу; Міністерство фінансів і Народний банк Китаю зобов'язані звітувати в режимі реального часу перед Національною комісією з розвитку і реформи, Міністерством промисловості та інформаційних технологій та Державним аудиторським бюро компаній, щодо надання фінансових преференцій та пільгових кредитів (в рамках реалізації ключових заходів профілактики і контролю епідемій для забезпечення фінансової підтримки підприємств) підприємствам з національного та місцевого переліків.

виданих кредитів. На виконання цієї настанови Народний банк Китаю видав спеціальне рефінансування цільовим одержувачам – дев'яти національним банкам³⁸⁰ і корпоративним банкам для надання пільгових кредитів підприємствам, включеним до національного та місцевих списків.

По-третє, створити **фонди субсидій на погашення процентів** для підтримки скорочення витрат на корпоративне фінансування. Центральний уряд запровадив підтримку підприємствам, які можуть скористатися спеціальним механізмом рефінансування кредитів з боку Народного банку Китаю (Центробанк). На основі кредитної підтримки за пільговою процентною ставкою, що надається спеціальними фінансовими установами Народного банку Китаю, суб'єкти господарювання отримали преференції повторного кредитування та повторного дисконтування³⁸¹. 31 січня 2020р. Центробанк видав на повторне кредитування і повторне дисконтування за пільговими ставками в рамках збільшення адресної фінансової допомоги підприємствам, які постраждали від COVID-19, 300 млрд. юанів, 26 лютого – 500 млрд. юанів, 20 квітня – ще 1 трлн. юанів.

По-четверте, посилити нагляд за **ефективністю використання та управління фондами.** Ключові підприємства повинні використовувати всю пільгову кредитну підтримку, що надається фінансовими установами, виключно для виробничої і операційної діяльності, пов'язаної із запобіганням і контролем епідемій, активно розширювати виробничі потужності, збільшувати виробництво і поставки³⁸².

Народний банк Китаю створив електронну книгу для відстеження та нагляду за використанням коштів рефінансування. Якщо співробітники відповідних департаментів у всіх регіонах не виконують встановлені вимоги повідомлення, тобто має місце зловживання владою, невиконання службових обов'язків, зловживання службовим становищем з метою отримання особистої вигоди та інші порушення законів і правил; а керівники підприємств користуватимуться можливістю отримати фінансові та кредитні кошти обманним шляхом, вони бути притягнуті до кримінальної відповідальності без права звільнення під заставу.

³⁸⁰ Банк розвитку, Експортно-імпорتنний банк, Банк сільськогосподарського розвитку, Промислово-комерційний банк, Сільськогосподарський банк, Банк Китаю, Будівельний банк, Банк зв'язку та Поштовий ощадний банк.

³⁸¹ Центральний уряд запровадив знижки в розмірі 50% від відсоткової ставки за повторним позиками Народного банку Китаю. Період дисконтування не перевищуватиме одного року. Дисконтні фонди будуть створені зі спеціальних фондів для інклюзивного фінансового розвитку. Порядок подачі заявок на отримання процентних субсидій наступний. Місцеві підприємства звертаються до місцевого фінансового відділу з проханням про субсидування виплати відсотків, а фінансовий відділ провінції збирає заявки на субсидії в регіоні і подає її до Міністерства фінансів, яке оперативно розглядає і ухвалює рішення виділити кошти з дисконтом за відсотками провінційним фінансовим департаментам. Фінансові відділи провінцій оперативно виділяють субсидії на відсотки безпосередньо місцевим підприємствам.

³⁸² Контроль за цільовим використанням, нагляд і управління покладено на Національну комісію з розвитку і реформ і Міністерство промисловості та інформаційних технологій. Вони повинні відстежувати і контролювати потік медичних матеріалів і предметів першої необхідності, вироблених ключовими підприємствами, щоб гарантувати, що ці матеріали використовуються в важливих областях і областях для запобігання і контролю епідемій; виявляти підприємства, які незаконно використовують пільгові кредитні фонди для погашення інших боргів підприємств або арбітражної діяльності, такої як інвестиційне та фінансове управління, не беруть участі у виробничій і операційній діяльності, пов'язаній з профілактикою і контролем епідемій.

23 лютого 2020р. в Пекіні було проведено екстрену нараду з координації зусиль з профілактики та боротьби з новою епідемією, а також з розгортання широкомасштабних заходів економічного і соціального розвитку. Сі Цзіньпін, Генеральний секретар ЦК КПК, президент держави і голова Центрального військового комітету висловив свою позицію, яка полягає у наступному³⁸³: економічна діяльність – це динамічна кровоносна система, яку не можна відключати надовго; виходячи з того, що заходи запобігання і контролю епідемії запроваджено.

Наступним кроком є відновлення роботи і безперебійної виробничої діяльності підприємств в ключових галузях, що пов'язано з наданням надійних матеріальних гарантій; досягнення цілей і завдань економічного і соціального розвитку в умовах 2020р. є продовженням реалізації 13-го п'ятирічного плану, однак з урахуванням того, що нова епідемія чинитиме значний вплив на економіку і суспільство. *«Ми повинні дивитися на розвиток Китаю в комплексній, діалектичній і довгостроковій перспективі ... основи поліпшення економіки Китаю не змінилися, – зазначив Сі Цзіньпін, – Китай продовжить реалізацію заходів із забезпечення «шести чинників стабільності».*

Зазначимо, ще у липні 2018 р. в умовах посилення торговельних суперечок між Китаєм і США і очевидних змін у зовнішньому середовищі³⁸⁴ Політбюро ЦК КПК провело засідання і запропонувало «шість чинників стабільності»: стабілізація працевлаштування, фінансового сектора, зовнішньої торгівлі, іноземних інвестицій, внутрішніх інвестицій і ринкових очікувань. Ці фактори охоплюють основні аспекти економічного життя Китаю і відображають заходи центрального уряду у відповідь на складну внутрішню і міжнародну економічну ситуацію і його тверду впевненість в досягненні стабільного розвитку³⁸⁵.

На початку 2020р. на виконання «шести чинників стабільності» керівництво країни поставило завдання із забезпечення «шести гарантій»: гарантія зайнятості, забезпечення життєвих потреб населення, робота ринкових суб'єктів, продовольча і енергетична безпека, стабільність промислово-збутових ланцюжків і безперебійне функціонування влади на низових рівнях³⁸⁶.

Передусім, *відновити безперебійну роботу і виробництво* в різних регіонах і на різних рівнях. Через різні масштаби загроз, неможливі універсальні вимоги до регіональних стратегій³⁸⁷, а відтак має бути селективний та адресний підхід до

³⁸³ Сі Цзіньпін: Виступ на конференції з питань координації та сприяння запобігання та контролю нової коронавірусної пневмонії, а також економічного та соціального розвитку. –

http://www.xinhuanet.com/politics/leaders/2020-02/23/c_1125616016.htm.

³⁸⁴ Докладніше див.: Гіршфельд А., Саліхова Е. Вагонні суперечки. – https://lb.ua/economics/2019/07/02/431000_vagonnie_spori.html.

³⁸⁵ Докладніше див.: На засіданні Політбюро вперше було згадано про «шість чинників стабільності»: як бути стабільним?, https://www.sohu.com/a/246354072_701468.

³⁸⁶ Докладніше див.: Реалізувати завдання «шести гарантій» для стабілізації основних економічних показників. – https://news.stcn.com/pl/202007/t20200717_2142321.html.

³⁸⁷ На засіданні Постійного комітету Політбюро ЦК КПК 12 лютого 2020р. Голова держави вказав на необхідність розробки диференційованих стратегій профілактики та боротьби на різних рівнях, оскільки на той час у 1396 округах по всій країні немає підтверджених випадків (46%), а в деяких округах - небагато і майже немає нових випадків. Ці райони з низьким рівнем ризику повинні якомога швидше скорегувати свої стратегії профілактики і повністю відновити порядок виробництва і життя. У зонах середнього ризику рекомендовано відновити роботу і виробництво в установленому

вирішення проблем.

Збільшити коригування макроекономічної політики. Перед урядом країни поставлено завдання запровадити заходи для обмеження впливу епідемії, недопущення виходу економічних операцій за межі розумного діапазону і перетворення короткострокових потрясінь на тренд; проводити упереджувальну податково-бюджетну політику, швидко реалізовувати запроваджені механізми, такі як податкові знижки, зниження мит і відтермінування податків; впроваджувати поетапну і цілеспрямовану політику зниження податків і зборів; посилювати підтримку відновлення роботи і виробництва у ключових галузях; допомагати СММП долати труднощі.

Оскільки місцеві фінанси сильно постраждали від епідемії, вимагалось збільшити трансфертні платежі, щоб гарантувати, що на низовому рівні буде стабільна заробітна плата, робота і кошти для існування; розширити масштаби випуску спеціальних облігацій та оптимізувати структуру вкладень в рамках бюджету, підтримуючи відновлення і розвиток реальної економіки, ефективно використовуючи діючі заходи фінансової підтримки і своєчасно вводити нові механізми політики у відповідь на нагальні проблеми погашення боргу, оборотності капіталу і розширення фінансування, з якими стикаються підприємства, що відновлюють роботу і виробничі процеси³⁸⁸.

Посилити заходи стабілізації зайнятості та рішуче боротися з бідністю. Головне завдання – запровадити механізми зниження і звільнення від сплати внесків соціального страхування, страхування від безробіття і субсидії на зайнятість; заохочувати трудящих-мігрантів в районах з низьким рівнем ризику якомога швидше повернутися на роботу, скориставшись послугами запровадженого прямого транспортування до місця призначення; підтримувати гнучку зайнятість по декількох каналах і якомога швидше вирішити проблему відновлення діяльності промислових і комерційних господарств; прискорити просування онлайн-реєстрації з безробіття і подання заяви на отримання допомоги по безробіттю; звернути особливу увагу на працевлаштування випускників коледжів і запровадити загальні заходи з організації здачі іспитів, випуску та іншої супутньої роботі, щоб вони могли безперешкодно закінчити

порядку з урахуванням ситуації запобігання і контролю. В районах підвищеного ризику слід як і раніше приділяти особливу увагу запобіганню епідемії та боротьби з нею. По мірі поліпшення ситуації відповідні провінції повинні знизити рівні відповідних заходів і оперативно здійснити їх коригування.

³⁸⁸ Станом на 13 березня 2020р. китайські банки надали пільгові кредити на загальну суму 107,5 млрд. юанів (близько \$15,4 млрд.) для підтримати секторів економіки, які постраждали від епідемії. – Спільний механізм запобігання і контролю Держради: кредитна підтримка для боротьби з «епідемією» перевищила 1,4 трлн юанів, <http://117.190.86.18:8081/creditalt/detail.do?contentId=3fb43ed3add143c2a3f0ba68fc79bbb5&channelId=xyyj>.

Із загальної суми пільгових кредитів 20,5 млрд. юанів були спрямовані на кредити сільськогосподарського профілю, а 38,5 млрд. юанів надані мікро- і малих підприємств із середньою процентною ставкою на рівні, який не перевищує максимальну ставку в 4,55%, встановлену Держрадою КНР. Механізм повторного кредитування на загальну суму в 500 млрд. юанів забезпечив всебічну і пільгову кредитну підтримку для невеликих підприємств, щоб вони відновили роботу і виробництво на тлі епідемії, тоді як запущена в січні квота повторного кредитування на загальну суму 300 млрд. юанів в першу чергу призначалася для підприємств, безпосередньо задіяних в боротьбі з епідемією.

Також до 13 березня великі державні і місцеві банки Китаю надали пільгові кредити на загальну суму 182,1 млрд. юанів з фонду в розмірі 300 млрд. юанів 4708 ключовим компаніям під фактичну відсоткову ставку на рівні 1,28% при верхній межі у 1,6%, встановленій Держрадою КНР.

навчання і якомога швидше отримати роботу. Оперативно вирішити проблему реалізації продукції сільського господарства і тваринництва в бідних районах; своєчасно вживати заходів з надання допомоги, щоб гарантувати засоби для існування.

Стимулювати підприємства відновлювати діяльність і виробничі процеси. У цій частині визначено необхідність відновити потік людей і логістику, послабити обмеження на вантажну логістику, щоб забезпечити можливість транспортування працівників, поставки сировини і доставки продукції (оскільки виробничий ланцюжок переплетений, через блокування однієї ланки гальмується робота підприємств верхніх і нижніх ланок). Разом з тим, слід активно розширювати платоспроможний внутрішній попит³⁸⁹, прискорювати процес будівництва і запуску нових інфраструктурних проектів³⁹⁰, оптимізуючи структуру інвестицій.

Стабілізувати зовнішньоторговельні поставки та іноземні інвестиції. Необхідно ефективно використовувати механізм пільг для експортних податків, страхування експортних кредитів та інші відповідні інструменти зовнішньоторговельної політики, розширювати експортне кредитування і помірно пом'якшувати умови андеррайтингу та вимоги; спростити процедури митного оформлення, знизити портові збори, огляд, карантин тощо, а також

³⁸⁹ За перші три місяці 2020р. роздрібні продажі споживчих товарів в Китаї скоротилися на 19% в річному обчисленні через зусилля щодо стримування поширення COVID-19, закриття магазинів і ресторанів. Китайські провінції почали стимулювати внутрішній попит за допомогою випуску споживчих купонів. 47 муніципалітетів Китаю запустили споживчі ваучери. Рекордсменом став Ханчжоу, який видав споживачам ваучери вартістю 1,68 млрд. юанів (\$240 млн.).

Ще десять міст Китаю роздали ваучери на суму більш ніж 100 млн. юанів кожен. Ваучери видаються в електронному вигляді через системи онлайн-платежів *Alipay* і *WeChat Pay*. Ваучери можуть бути витрачені як на покупки, так і на відпочинок. Термін їхньої дії до 15 днів. Ця ініціатива охопила більше 700 округів, районів і міст по всій країні.

³⁹⁰ Національні інфраструктурні проекти (будівництво доріг, мостів тощо) - механізм, який використовували уряди багатьох країн для подолання кризи, надання імпульсів розвитку всій економіки, вирішення проблем безробіття. Докладніше див.: Гіршфельд А., Саліхова О. Дорога Президента. – <https://lb.ua/economics/2019/04/24/>.

Під час останнього інфраструктурного буму в Китаї, що мав допомогти країні подолати наслідки глобальної фінансової кризи, у 2008-2010рр., ключове підприємство країни з виробництва будівельно-дорожньої та комунальної техніки – компанія *XCMG* збільшила продажі у 8 разів. У 2013р. лідер Китаю Сі Цзіньпін запропонував ініціативу «Один пояс, один шлях», в рамках якої були надані величезні позики, що стимулювати попит учасників ринку на товари китайського виробництва. *XCMG* розширила присутність на внутрішньому та вийшла на зовнішній ринок завдяки державному сприянню. Докладніше: Гіршфельд А., Саліхова О. Шлях на тисячу лі починається з першого кроку. –

https://lb.ua/economics/2018/07/05/402027_put_tisyachu_li_nachinaetsya_pervogo.html.

Нині уряд Китаю заохочує будівельний бум і *XCMG* відіграє в ньому ключову роль. Разом у 37 містах країни будується 150 нових ліній метро, для половини з них компанія виробляє необхідне устаткування. Китайська високошвидкісна залізнична система поєднала більше 700 міст, і темпи її розширення настільки високі, що кількість спеціальних машин, що закуповуються кожен рік, в три рази перевищує сукупну кількість європейських і американських ринків. *XCMG*, найбільший в світі виробник будівельних машин для забивання палів.

Навесні 2020р. багато місцевих органів влади в Китаї спробували відновити споживчі витрати, випускаючи талони на харчування та інші предмети споживання вартістю кілька доларів кожен, але згодом центральний уряд відхилив цю ідею і замість цього сприяв інвестиціям в будівництво інфраструктури в різних провінціях і містах.

запустити більше послуг щодо спрощення валютних операцій; спонукати всі населені пункти до реалізації великих проектів, що фінансуються з-за кордону, продовжувати оптимізувати бізнес-середовище, працювати над залученням, захистом і стабілізацією бізнесу, зміцнювати впевненість іноземних бізнесменів в довгострокових інвестиціях і діяльності в Китаї.

Ці настанови було покладено в основу економічної політики 2020р. в умовах епідемії, представленої Міністерством фінансів КНР³⁹¹. Її пріоритетами визначено:

1. **НАРОЩУВАТИ ДИНАМІКУ СКОРОЧЕННЯ ПОДАТКІВ І ЗБОРІВ.** Уряд поставив завдання посилити поєднання запровадження поетапних політичних заходів з інституційними, спираючись на полегшення тягаря СММП, індивідуальних промисловців і торговців, галузей і підприємств, що зазнають труднощів. На 2020р. передбачено **зниження податкового навантаження** суб'єктів ринку на більш ніж 2,5 трлн. юанів (близько \$353 млрд.). На виконання цього завдання Державна податкова адміністрація представила Керівні принципи пільгової податкової політики для підтримки профілактики та контролю епідемії, а також економічного і соціального розвитку, категоризуючи їх наступним чином³⁹².

Підтримка захисту і лікування. Отримані від держави субсидії на тимчасову роботу і бонуси за профілактику і боротьбу з епідеміями не обкладаються прибутковим податком з населення; особи, які отримали медичне захисне спорядження, видане підрозділом для профілактики епідемії, звільняються від прибуткового податку з населення.

Поставка допоміжних матеріалів. Платники податків звільняються від податку на додану вартість (ПДВ) з доходів від перевезення основних матеріалів для профілактики і контролю епідемії, надання послуг громадського транспорту, послуг експрес-доставки основних життєвонеобхідних товарів для населення; надання податкових преференцій при розширенні виробничих потужностей і закупівлі обладнання для підприємств з виробництва основних матеріалів для запобігання і контролю епідемії; імпортовані матеріали, що безпосередньо використовуються для профілактики і контролю епідемії, організованих органами охорони здоров'я, звільняються від митних зборів³⁹³.

Заохочення благодійних пожертвувань. Грошові кошти і товари, пожертвовані громадським соціальним організаціям або урядам на рівні округу або вище, а також їхнім департаментам та іншим державним установам у відповідь на епідемію, а також передача в дар предметів реагування на епідемію безпосередньо лікарням, які виконують завдання з профілактики та контролю

³⁹¹ Звіт про виконання центрального і місцевих бюджетів у 2019р. і проекти центрального і місцевих бюджетів у 2020р. –

http://www.mof.gov.cn/gkml/caizhengshuju/202005/t20200530_3523307.htm

³⁹² Керівні принципи пільгової податкової політики для підтримки профілактики та контролю епідемії, а також економічного і соціального розвитку. – <http://www.ctaxnews.com.cn/attachment/2020-10/12/d7800f0e-df2b-432b-8af0-ad3b3dbac6f2.pdf>.

³⁹³ З 1 січня 2020р. по 31 грудня 2020р. компанії, що виробляють основні захисні матеріали для запобігання і контролю епідемії (із національного та місцевого списку), можуть щомісяця звертатися до компетентного податкового органу з проханням про відшкодування ПДВ.

епідемії, можуть бути повністю вилучені до вирахування прибуткового податку з підприємств або прибуткового податку з населення³⁹⁴.

Підтримка відновлення діяльності та виробничих процесів. Перехідний період відшкодування збитків, понесених підприємствами у ключових галузях, які постраждали від епідемії у 2020р., збільшено до 8 років; запроваджено поетапне зниження і звільнення від ПДВ для дрібних платників податків; продовжено реалізацію відповідної політики податкових пільг для підтримки інклюзивного фінансування малих і мікропідприємств, індивідуальних промислових і комерційних домогосподарств і фермерів; запроваджено поетапне скорочення і звільнення від внесків по корпоративним пенсіям, страхування від безробіття і виробничого травматизму, медичному страхуванню. Орендодавець може користуватися зниженням або звільненням від податку на нерухомість і податку на використання землі в містах відповідно до положень про зниження або звільнення від орендної плати малих і мікропідприємств у сфері послуг і індивідуальних промислових і комерційних домашніх господарств; у два рази знижений податок на землекористування під складськими приміщеннями логістичних підприємств³⁹⁵.

Стабілізація зовнішньої торгівлі, збільшення внутрішнього попиту. Підвищено розмір знижки по експортному миту на деякі продукти; дозволено при продажі старих автомобілів знижувати ПДВ; запроваджено компенсаційні заходи на придбання нових автомобілів³⁹⁶.

³⁹⁴ З 1 січня 2020р. по 31 грудня 2020р. окремі промислові підприємства і комерційні домогосподарства, що будуть самостійно (за свої кошти) виробляти, довіряти переробку або купувати товари через громадські організації соціального забезпечення для лікарень, які безпосередньо виконують завдання з профілактики та контролю епідемії, здійснювати пожертвування на боротьбу з епідемією, звільняються від ПДВ, податку на споживання (стягується з певних категорій предметів розкоші і недружніх для навколишнього середовища товарів, включаючи сигарети, алкогольні напої, високоякісну косметику, ювелірні вироби, бензин, автомобілі, акумулятори тощо), податку на ремонт та будівництво в містах, доплати за освіту і доплати за місцеву освіту.

³⁹⁵ З 1 січня 2020р. по 31 грудня 2022р. податкове нововведення буде поширюватися на всі складські приміщення площею понад 6 тисяч квадратних метрів, призначені для зберігання сільськогосподарської продукції, засобів сільськогосподарського виробництва, мінеральної продукції, промислової сировини і інших найменувань товарів. У категорію об'єктів, на які буде поширюватися знижений податок, увійдуть склади, нафтові резервуари, вантажні парки, молотарки, а також допоміжні об'єкти для логістичних операцій, такі як спеціальні залізничні лінії, причали, автодороги і вантажно-розвантажувальні зони.

³⁹⁶ Уряд взяв курс на вдосконалення моделі поворотного експортного мита; орієнтував фінансові інститути у бік посилення фінансової підтримки для вирішення проблем ліквідності зовнішньоторговельних підприємств; виявлення потенціалу реформування і спрощення процедур митного оформлення, оптимізації обслуговування зовнішньоторговельних підприємств.

З 20 березня 2020р. ставка знижки при експортному миті для 1084 товарів, включаючи порцелянову сантехніку, буде піднята до 13%; ставка знижки на експортне мито для 380 товарів, включаючи регулятори росту рослин, до 9%. – Оголошення про підвищення розміру знижки за експортним митом на деякі продукти, http://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/2020-03/18/content_5492567.htm.

Разом з тим, з 1 травня 2020р. по 31 грудня 2023р. для платників податків, які займаються продажем в автосалонах старих автомобілів, зменшено ПДВ зі ставки 3% до 0,5%. – Докладніше див.: Мінфін: зниження податків для дилерів із продажу старих автомобілів досягне 75%, <http://auto.people.com.cn/n1/2020/0409/c1005-31667864.html>.

Завдяки цьому заходу низхідний тренд продажів першого півріччя 2020р. змінився на висхідний: у липні було реалізовано більш 1,26 млн. одиниць старих

2. БАГАТЬМА КАНАЛАМИ АКУМУЛЮВАТИ ГРОШОВІ КОШТИ. За допомогою застосування особливих заходів в особливий період уряд запланував збільшити питому вагу дефіциту ВВП з 2,8% до більш ніж 3,6%. У результаті масштаб фінансового дефіциту зростає на 1 трлн. юанів проти показника минулого року, що активно нейтралізує зменшення доходів і збільшення витрат, викликане епідемією, стабілізує і зміцнює впевненість у ринку. Поряд з цим було заплановано емісію спеціальних казначейських облігацій для фінансування боротьби з епідемією COVID-19 в розмірі 1 трлн. юанів, яка завершилася в кінці липня 2020р. Отримані кошти були передані урядам місцевого рівня.

За 7 місяців 2020р. було використано 510,5 млрд. юанів (близько 73,52 млрд. доларів США), отриманих від продажу облігацій. Їх було спрямовано на фінансування 24 199 проектів, пов'язаних в основному зі створенням інфраструктури та заходами по контролю над епідемією³⁹⁷. Місцеві уряди Китаю випустили облігації вартістю 3,49 трлн. юанів (близько 496,5 млрд. дол. США) в першому півріччі 2020р. період з січня по червень місцеві уряди випустили спеціальні облігації на суму 2,37 трлн. юанів, за якими середня процентна ставка склала 3,33%. У той же період середній термін погашення облігацій місцевих урядів склав 15,1 років.

3. ВРЕГУЛЮВАТИ І ОПТИМІЗУВАТИ СТРУКТУРУ ВИТРАТ. Уряд визначив можливим лише зростання витрат на забезпечення основних життєвих потреб населення та ключових сфер економіки при скороченні звичайних витрат. У 2020р. заборонено фінансування будівництва нових адміністративних будівель, урядових готелів та інших споруд. Центральні урядові відомства повинні першими «рахувати кожен копійку» і подати приклад іншим державним структурам. Заплановано скорочення виплат з центрального бюджету на власні потреби адміністрацій – на 0,2%, на нетермінові і необов'язкові потреби – більш ніж на 50%.

Місцеві бюджети також повинні всіляко скорочувати звичайні витрати, продовжувати скорочувати службові витрати, жорстко контролювати витрати на наради і відрядження, консультації, підготовку і навчання кадрів, організацію форумів і виставок тощо. Невикористані залишки коштів і накопичені кошти за різними статтями повинні бути повністю повернуті в центральний бюджет для перерозподілу.

4. НАДАВАТИ ДОПОМОГУ МІСЦЕВИМ ФІНАНСАМ В ПОЛЕГШЕННІ ТРУДНОЩІВ. Заплановано створення механізму особливих трансфертів для прямого перерахування коштів в місцеві бюджети, щоб гроші оперативно надходили до підприємств і населення. Трансфертні кошти будуть спрямовані переважно на забезпечення зайнятості, підтримку базового добробуту населення і надання допомоги суб'єктам ринку, в т.ч. для підтримки скорочення податків і зборів,

автомобілів, загальна вартість угод склала близько 77,98 млрд. юанів (близько 11,4 млрд дол. США), у серпні і вересні продажі зросли до 1,3 млн. і 1,35 млн. одиниць відповідно.

3 лютого в м.Фошань вперше опубліковано заходи зі стимулювання попиту на автомобілі, в які включена і компенсаційна політика. Сума субсидії по одній новій машині складе від 2 тисяч до 5 тисяч юанів. Після цього в багатьох містах також почали впроваджувати подібні заходи, наприклад, в Гуанчжоу, Чжухаї, Наньчане, Чунціні та інших.

³⁹⁷ Мінфін: на 24 199 проектів виділено 510,5 млрд. юанів у вигляді спеціальних казначейських облігацій проти епідемії. –

<https://www.zhongboxinwen.com/shehui/bwyc/news/2020-08-07/43381.html>

зниження орендної плати і процентних ставок, розширення споживання і збільшення інвестицій тощо³⁹⁸.

5. РОЗШИРЮВАТИ МАСШТАБ УРЯДОВИХ ІНВЕСТИЦІЙ. Спеціальні держпозики на боротьбу з епідемією передаватимуться на місцевий рівень для інфраструктурного будівництва у сфері охорони здоров'я, а також на потреби боротьби з епідемією, частина з них буде переведена на попереднє резервування для вирішення особливих труднощів на місцях. Передбачається випуск нових місцевих урядових цільових облігацій на суму 3,75 трлн. юанів, що на 1,6 трлн. юанів більше, ніж в попередньому році.

Зазначені вище заходи дали результати. Вже наприкінці квітня 2020р. показник відновлення роботи промислових підприємств понад встановлений розмір по всій країні перевищив 99%, швидкість відновлення СММП досягла 88,4%, а швидкість відновлення великих проектів (передусім у сфері науки і технологій) перевищила 95%. За підсумками перших трьох кварталів, ВВП країни виріс на 0,7% у річному обчисленні.

Оскільки епідемія в значній мірі була взята під контроль всередині країни, знову відкрилися підприємства та навчальні заклади, а туристичні об'єкти та заклади громадського харчування по всій країні відновили свою звичайну діяльність, у третьому кварталі основні економічні показники покращилися. Додана вартість промисловості країни зросла на 5,8%, обсяг роздрібних продажів споживчих товарів - на 0,9%, обсяг інвестицій в основні фонди Китаю – на 0,8% у річному обчисленні.

У січні-вересні 2020р. загальна сума скорочення податків і грошових зборів в Китаї, за інформацією Державної податкової адміністрації, перевищила 2 трлн. юанів (понад 280 млрд. дол. США)³⁹⁹. Ключову роль зіграла зазначена вище введена в 2020р. політика преференцій щодо податків і зборів для підтримки запобігання епідеміям і боротьби з ними.

Запроваджені заходи допомогли промисловим підприємствам прискорити модернізацію, а впровадження політики кредитування і відшкодування ПДВ сприяло своєчасному зменшенню тиску на капітал підприємств, що разом із заходами зі зниження ПДВ забезпечило можливість інвестицій в оновлення.

Стрімке відновлення переробної промисловості забезпечило сильну підтримку відновленню і розвитку економіки в цілому. За даними Державної податкової адміністрації, за три квартали 2020р. виторг від продажів високотехнологічного обладнання по всій країні збільшився на 12,6% в річному обчисленні: виробництво автомобілів, спеціального обладнання, загального обладнання, контрольно-вимірювальних приладів та електричного обладнання збільшилося на 27,1%, 25,3%, 23,8%, 18% і 17,5% відповідно. До листопада ситуація ще більш покращилася – за 11 місяців 2020р. 331 продукт продемонстрував зростання порівняно з аналогічним періодом минулого року з сукупним збільшенням на 54,1%.

³⁹⁸ Трансферти з центрального бюджету місцевим бюджетам будуть збільшені на 12,8%. Планується виділити особливі трансферти на суму 605 млрд. юанів, які будуть використані на надання підтримки місцях у виконанні завдань «шести чинників стабільності» і реагуванні на фактори невизначеності в ході їх здійснення.

³⁹⁹ За перші три квартали нові загальнонаціональні скорочення податків і зборів перевищили два трильйони юанів. Зниження тягаря, підвищення життєздатності, зиски для підприємств і людей. – http://www.ctaxnews.com.cn/2020-11/02/content_972646.html.

Додана вартість високотехнологічної переробної промисловості у листопаді збільшилася на 10,8% у річному численні. Серед лідерів – фармацевтична промисловість⁴⁰⁰, виробництво медичного обладнання та контрольно-вимірювальних приладів, виробництво електронного та комунікаційного обладнання – всі вони досягли двозначного зростання. Що стосується високотехнологічних товарів, балансири, розумні годинники, вуглецеве волокно, плати інтегральних схем, обладнання для 3D-друку і напівпровідникові дискретні пристрої, зростали швидкими темпами – відповідно 78,1%, 76,3%, 63,3%, 62,0%, 53,9%, 34,4%.

Своєчасне введення пільг щодо експортних податків, податкові відрахування на покупку устаткування й інші заходи податкової політики сприяло роботі виробничих підприємств-експортерів. Для стабілізації діяльності учасників зовнішньоекономічної діяльності Китай видав 1 615 сертифікатів про обставини форс-мажору компаніям більше 30 секторів на загальну суму контрактів в 109,9 млрд. юанів (близько \$15,7 млрд.). Даний сертифікат доводить, що сторона договору, яка страждає від незалежних від неї обставин, може вимагати від протилежної сторони за контрактом частково або повно звільнити її від відповідальності за невиконання, неповне або несвоєчасне виконання договору.

Очевидно, що заходи економічної політики Китаю в умовах пандемії стали продовженням курсу держави на світове лідерство, в основі якого – високотехнологічна індустрія. Вивівши економіку з кризи, уряд країни продовжує нагромаджувати резерви капіталу та кваліфікованої робочої сили, створюючи підґрунтя для ендегенних інновацій.

Запровадження податкових пільг, в т.ч. на ДіР, прискорена амортизація основних засобів як для виробництва, так і здійснення наукових робіт, сприяють форсованій модернізації і нарощуванню потенціалу промисловості та дослідницьких установ.

«Потрійний» принцип інноваційного позиціонування, на якому базуються програми державної підтримки досліджень і розробок Китаю, створення нових товарів, задоволення важливих потреб та розв'язання ключових проблем суспільства надає можливість спрямовувати ресурси державно-приватного капіталу передусім на комерційно затребувані інноваційні продукти. Запровадження сертифікації високотехнологічних підприємств, що працюють у пріоритетних для держави галузях, безперервно здійснюють ДіР, отримують права інтелектуальної власності та використовують їх у своїй діяльності.

Це дає змогу, з одного боку, уряду Китаю здійснювати адресний підхід до заохочення інноваційно-активних господарюючих суб'єктів до подальшого

⁴⁰⁰ На час спалаху пандемії COVID-19 фармацевтична галузь Китаю вже мала потужні науково-технологічні, інноваційні та кадрові ресурси. Щоб стабілізувати роботу галузі у період пандемії, Мінпром терміново скоординував діяльність відповідних департаментів, провінцій та міст для забезпечення поставок ключової сировини та організації повернення співробітників на робочі місця. Зони розвитку високотехнологічної промисловості, зокрема фармацевтики, для нормалізації роботи задіяли власні механізми підтримки – від створення спеціальних фондів, до додаткових субсидій і преференцій компаніям, що працюють на їх території. Детальніше див.: Саліхова О. Б., Гончаренко Д. О. Політика ендегенного розвитку фармацевтики в Китаї: уроки для України. Економіка і прогнозування. – 2020, №2, с.139-157. – http://eip.org.ua/docs/EP_20_2_139_uk.pdf; Honcharenko, D. (2020). Pharmaceutical Industry Development: Key Policy Instruments In China. Eureka: Social and Humanities, (4), p.3-9. – <http://journal.eu-jr.eu/social/article/view/1369/111>.

розвитку; з *іншого* – інноваційно-активним господарюючим суб'єктам, що отримали такий сертифікат, одержати доступ до низки привілеїв від держави без додаткових експертиз⁴⁰¹; надання преференцій у системі публічних закупівель китайським товарам загалом та ендегенним інноваційним продуктам зокрема відкриває національним виробникам широкі ринкові можливості в умовах високої конкуренції з іноземними компаніями; ініціативи з формування нової генерації працівників та їх працевлаштування сприяє не лише поверненню вчених китайського походження з-за кордону, а й залученню іноземних фахівців у науку та виробництво, а також становленню класу державних службовців, які володіють перспективним баченням та компетенціями, необхідними для формування та реалізації сучасної політики держави.

⁴⁰¹ Ще у 2007р. авторкою було обґрунтовано необхідність запровадження селективного підходу щодо реалізації державної політики розбудови високотехнологічних виробництв в Україні, а також запропоновано методичний підхід до ідентифікації високотехнологічних промислових підприємств, щоб "оптимізувати процес надання державних преференцій промисловим підприємствам, що є основою конкурентоспроможності національної економіки" (Див. Саліхова О.Б. Методичні підходи до оцінки потенціалу виробництва в Україні високотехнологічної продукції, конкурентоспроможної на світовому ринку. Наука та наукознавство. 2007. № 4. Додаток, с.133).

Також обґрунтовано, що в умовах обмежених ресурсів виправданим кроком є не підтримка "високотехнологічних" галузей загалом, а "створення Державного реєстру високотехнологічних промислових підприємств України, що дозволить здійснити: адресний підхід у наданні державних преференцій – фіскальних пільг, державних грантів, грошових асигнувань, позик, субсидій, дотацій, держзамовлень, пільгових умов кредитування для стимулювання розробки та виробництва високотехнологічних товарів" (Див. Саліхова О.Б. Адресна державна підтримка як чинник стимулювання розвитку високотехнологічних виробництв в Україні. Економіка та прогнозування. 2011, №2, с.22). Та, попри цю аргументацію та успішну практику Китаю, запропонований адресний підхід в Україні не започатковано і дотепер.

Вплив «вірусної» кризи на монетарну політику України у 2020 році

Віталій ШАПРАН,
член Українського товариства фінансових аналітиків,
член Ради НБУ

Vitalii SHAPRAN. **The impact of “virus” crisis on Ukraine’s monetary policy in 2020.** *The article looks into the issue of setting the inflation target and the inflation target band in emerging markets on the example of Ukraine; analyses the experience of countries in which inflation targeting was recognised by the IMF as a monetary regime; and makes conclusions on the factors reducing the effectiveness of monetary regime in Ukraine.*

The author focuses attention on underdevelopment of the financial market, the absence of some of its segments and disproportionately high share of cash in circulation compared to the non-cash hryvnia. The recommendations are aimed at removing obstacles to effective functioning of the monetary regime of inflation targeting during the crisis, also stressing the need for finding a consensus between monetary and fiscal policies to reduce the share of cash in circulation.

Глобальна криза, викликана вірусом COVID-19, досить сильно може вплинути на інфляцію як в розвинутих країнах світу, так і на ринках, що розвиваються. Зниження провідними центральними банками ключових ставок та помітне пом'якшення монетарних умов можуть призвести до прискорення інфляції, коли світова економіка покаже перші ознаки відновлення після кризи. Відповідно до даних центральних банків, у 2020р. з 28 країн *G-20* та *OECD* 23 країни знижували ставку; з інших 53-х країн, які розвиваються, 49 країн, включаючи Україну, знижували ключову ставку. За даними Федеральної резервної системи США, грошовий агрегат M1 (готівкові та безготівкові кошти в обігу) у першому півріччі 2020р. зріс з \$3,96 трлн. до \$5,41 трлн. Така динаміка миттєво позначилась на ціні золота, і в майбутньому, при відновленні зростання світової економіки, може призвести до зростання цін на сировину, що може стати стартом для нового циклу підвищення відсоткових ставок Центральними банками і для пожвавлення інфляції.

Інфляційний сплеск у пост-кризовий період є цілком можливим не тільки через дії ФРС, але й інших центральних банків, які під час кризи намагаються підтримати економіку власних країн ліквідністю. Ефект насичення грошовою масою економік розвинутих країн у 2020р. не спричинить інфляцію, оскільки через карантинні заходи швидкість обігу грошей знизилась, і тому зростання їх обсягу в обігу не могло вплинути на ціни. Втім, у 2021р., у разі вдалих заходів по боротьбі з вірусом, глобальну економіку може очікувати значний стрибок, оскільки обсяги «стимулювання» економік через підвищення відсоткових ставок не можуть бути стерилізовані у повному обсязі. До відповідних висновків можна прийти в т.ч. за результатами аналізу світового досвіду встановлення коридору коливань інфляційного таргету.

Світові тенденції з встановлення коридору коливань інфляційного таргету. Моніторинг даних з динаміки таргету по центральним банкам показав, що у 2020р. порівняно з 2019р. з 41 країн, в яких режим інфляційного таргетування визнаний МВФ, 3 країни знизили інфляційний таргет (ІТ): Бразилія (з 4,25% до 4,0%), Індонезія (з 3,5% до 3,0%) та Тайланд (з 2,5% до 2,0%). Підвищення інфляційного таргету не було зафіксовано. Проте слід звернути увагу (таблиця «Інфляційні таргети...»⁴⁰²), що станом на початок

⁴⁰² Таблиця побудована за даними: *Centralbanknews.info*, МВФ.

серпня ряд країн, в яких режим ІТ був визнаний МВФ, мали можливість підтримувати інфляцію більше ніж в Україні: Гана (10%), Молдова (6,5%), Туреччина (7%), Уганда (7%) Уругвай (7%). З 30 країн, які декларували прагнення до режиму ІТ, більшим ніж у України таргет був у Єгипту (12%), Киргизстану (7%), Нігерії (9%) і Таджикистану (9%). Тобто верхня межа діапазону інфляційного таргету в Україні проходила на рівні, який відносно інших країн, був далеким від «світових рекордів», і за потреби міг би бути збільшений до 7-8%.

Також слід звернути увагу на те, що при встановленні коридору коливань верхній та нижній діапазон мають не тільки таку характеристику як абсолютне відхилення, яке прийнято виражати в процентних пунктах, але і відносне відхилення, яке виражається у відсотках. Так, аналіз глобальної статистики показав, що серед країн, в яких МВФ офіційно визнав режим ІТ, Україна мала одне з найнижчих відносних відхилень коридору коливань на рівні 20%. З 41-ї країни, де МВФ визнав ІТ у якості монетарного режиму, 29 країн мали відносне відхилення коридору коливань більше ніж в Україні. Потрібно звернути увагу на поточний інфляційний таргет: в Туреччині, Уганді та Уругваї - 5% +/-2,0 п.п. (40%). Цікавими є дані по Індії та Парагваю 4% +/- 2,0 п.п. (50%).

Інфляційні таргети, встановлені в 71 країні світу у 2020р.,
станом на 25.08.2020р.

COUNTRY	CENTRAL BANK	Таргет та абсолютне відхилення	Відносне відхилення від таргету
ALBANIA	Bank of Albania	3.00% +/-1 п.п.	33,33%
ARMENIA	Central Bank of Armenia	4.00% +/-1.5 п.п.	37,5%
AUSTRALIA	Reserve Bank of Australia	2.00% - 3.00%	20,0%
AZERBAIJAN	C.B. of Rep. of Azerbaijan	4.00% +/-2.0 п.п.	50,0%
BANGLADESH	Bangladesh Bank	5.50%	5.50%
BELARUS	N.B. of Rep. of Belarus	близько 5.00%	н/д
BOTSWANA	Bank of Botswana	3.00% - 6.00%	33,3%
BRAZIL	Central Bank of Brazil	4.00% +/-1.5 п.п.	37,5%
CANADA	Bank of Canada	2.00% +/-1.0 п.п.	50,0%
CHILE	Central Bank of Chile	3.00% +/-1.0 п.п.	33,33%
CHINA	People's Bank of China	близько 3.00%	н/д
COLOMBIA	Central Bank of Colombia	3.00% +/-1.0 п.п.	33,33%
DEM. REP. CONGO	Central Bank of Congo	7.00%	0,0%
COSTA RICA	Central Bank of Costa Rica	3.00% +/-1.0 п.п.	33,33%
CZECH REPUBLIC	Czech National Bank	2.00% +/-1.0 п.п.	50,0%
DOMINICAN REP.	C.B. of Dominican Repl.	4.00% +/-1 п.п.	25,0%
EGYPT	Central Bank of Egypt	9.0% +/-3 п.п.	33,33%
ESWATINI	Central Bank of Eswatini	3.00% - 7.00%	40,0%
EURO AREA	European Central Bank	<2.00%	н/д
GAMBIA	Central Bank of the Gambia	5.00%	0,0%
GEORGIA	National Bank of Georgia	3.00%	0,0%
GHANA	Bank of Ghana	8.00% +/-2.0 п.п.	25,0%
GUATEMALA	Bank of Guatemala	4.00% +/-1.0 п.п.	25,0%
HUNGARY	Central Bank of Hungary	3.00% +/-1.0 п.п.	33,33%
HONDURAS	Central Bank of Honduras	4.00% +/-1.0 п.п.	25,0%
ICELAND	Central Bank of Iceland	2.50%	0,0%
INDIA	Reserve Bank of India	4.00% +/-2.0 п.п.	50,0%
INDONESIA	Bank Indonesia	3.00% +/-1.0 п.п.	33,33%
ISRAEL	Bank of Israel	1.00% - 3.00%	50,0%
JAMAICA	Bank of Jamaica	4.00% - 6.00%	20,0%
JAPAN	Bank of Japan	2.00%	0,0%
KAZAKHSTAN	National Bank of Kazakhstan	4.00%-6.00%	20,0%
KENYA	Central Bank of Kenya	5.00% +/-2.50 п.п.	50,0%

KYRGYZSTAN	N.B. of Kyrgyz Republic	5.00%-7.00%	16,66%
MALAWI	Reserve Bank of Malawi	5.00%	0,0%
MEXICO	Bank of Mexico	3.00% +/-1.0 п.п.	33,33%
MOLDOVA	National Bank of Moldova	5.00% +/-1.5 п.п.	30,0%
MONGOLIA	Bank of Mongolia	<8.00% +/-2 п.п.	25,0%
MOZAMBIQUE	Bank of Mozambique	5.60%	0,0%
NEPAL	Nepal Rastra Bank	6.00%	0,0%
NEW ZEALAND	Res. Bank of New Zealand	2.00% +/-1.0 п.п.	50,0%
NIGERIA	Central Bank of Nigeria	6.00% - 9.00%	20,0%
NORWAY	Norges Bank	2.00%	0,0%
PAKISTAN	State Bank of Pakistan	6.00%	0,0%
PARAGUAY	Central Bank of Paraguay	4.00% +/-2.0 п.п.	50,0%
PERU	Central Res. Bank of Peru	2.00% +/-1, п.п.	50,0%
PHILIPPINES	Bangko Sentral ng Pilipinas	3.00% +/- 1.0 п.п.	33,3%
POLAND	National Bank of Poland	2.50% +/-1.0 п.п.	40,0%
ROMANIA	National Bank of Romania	2.50% +/-1.0 п.п.	40,0%
RUSSIA	Bank of Russia	4.00%	н/д
SAMOA	Central Bank of Samoa	3.00%	0,0%
SERBIA	National Bank of Serbia	3.00% +/-1.5 п.п.	50,0%
SOUTH AFRICA	South African Reserve Bank	3.00% - 6.0%	33,33%
SOUTH KOREA	Bank of Korea	2.00%	0,0%
SRI LANKA	Central Bank of Sri Lanka	4.00% - 6.00%	20,0%
SWEDEN	The Riksbank	2.00%	0,0%
SWITZERLAND	Swiss National Bank	<2.00%	н/д
TAJIKISTAN	N. B. of Tajikistan	7.0% +/-2.0 п.п.	28,57%
TANZANIA	Bank of Tanzania	5.00%	5,00%
THAILAND	Bank of Thailand	1.00% - 3.00%	50,0%
TONGA	National Res. Bank of Tonga	5.00%	0,00%
TURKEY	C.B. of Rep. of Turkey	5.00% +/-2,0 п.п.	40,0%
UGANDA	Bank of Uganda	5.00% +/-2.0 п.п.	40,0%
UKRAINE	National Bank of Ukraine	5.00 +/- 1 п.п.	20,0%
UNITED KINGDOM	Bank of England	2.00%	0,0%
URUGUAY	Central Bank of Uruguay	3.00% - 7.00%	40,0%
USA	Federal Reserve	2.00%	0,0%
UZBEKISTAN	C. B. of Rep. Of Uzbekistan	5.00%	0,0%
VIETNAM	State Bank of Vietnam	<4%	н/д
WEST AFRICAN STATES	Central Bank of West African States	2.00% +/-1%	50,0%
ZAMBIA	Bank of Zambia	6.0% - 8.0%	14,29%

Примітка: у виокремлених країнах МВФ офіційно визнав у якості монетарного режиму режим інфляційного таргетування, відповідно до *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2019 10/08/2020*.

Висновки для України. По-перше, інфляційний таргет на рівні 5% +/-1,0 п.п., встановлений в Україні, є дуже амбіційною ціллю. Точність та своєчасність впливу НБУ на інфляцію є під питанням, оскільки на вітчизняному ринку обмаль інструментів, які б покращували роботу трансмісійного механізму та передачу імпульсу від зміни облікової ставки до ринкових інструментів, орієнтованих на прямого позичальника. Фінансовий ринок Туреччини або Індії, які мають менш амбіційний інфляційний таргет, більш розвинуті ніж український, але коридор коливань таргету в них м'якший ніж український. Слід пам'ятати, що з 41 країни світу, де ІТ визнаний МВФ як монетарний режим, 29 країн мали у відносному виразі коридор коливань, м'якший ніж Україна.

По-друге, Україні потрібно навчитись встановлювати інфляційний таргет та управляти ним відповідно до наявних можливостей місцевого ринку та національної специфіки реакції місцевих кредиторів на дії Центрального банку. Разом з тим, довгостроковою метою (5 років і більше) повинне стати зниження інфляційного таргету. З огляду на наявність протиріч у загальних тенденціях – зниження інфляційних таргетів на фоні пом'якшення монетарної політики у більшості країн світу – зниження таргету на 2021р. не є доцільним. Більшість центральних банків, скоріш за все, займуть очікувальну позицію. Таку позицію потрібно зайняти і Україні.

По-третє, встановлення жорсткого коридору коливань на рівні $\pm 1,0$ п.п. на фоні нерозвиненості або відсутності цілого сегменту ринків, які покращують роботу трансмісійного механізму, на практиці просто призводить до того, що таргет регулярно не досягається і до нього втрачається довіра. Початкова помилка з встановлення таргету на рівні $5\% \pm 1,0$ п.п. була в тому, що Верховна Рада минулого скликання так і не дала «зелене світло» на розвиток ринку деривативів, секюритизацію активів банків та лише частково усунула обмеження по руху капіталу. Тобто на фоні слабо розвинутого фінансового ринку НБУ поспішив перейти до більш жорсткого таргету.

По-четверте, Україна потребує поживлення реформ на фінансовому ринку. Таке поживлення не може носити формалізований характер і повинно бути спрямоване на створення нових ринків та нових інструментів для гравців. Погано працює трансмісійний механізм і у сфері класичних сегментів фінансового та кредитного ринків. Діючий первинний і вторинний ринок ОВДП у 2020р. втратив тісну кореляцію з динамікою облікових ставок. Діюча система рефінансування також пристосована здебільшого до кредитування під заставу ОВДП і дуже слабо прямо пов'язана з реальним сектором економіки і навіть з групою іноземних банків, під облігації яких неможливо в Україні отримати рефінансування, хоча відповідна група вже дуже давно не показувала прикладів дефолтів (за виключенням банків з російським капіталом). Досить слабким залишається розвиток небанківського сегменту кредитного ринку, який, не дивлячись на зміну регулятора, все ще залишається зарегульованим.

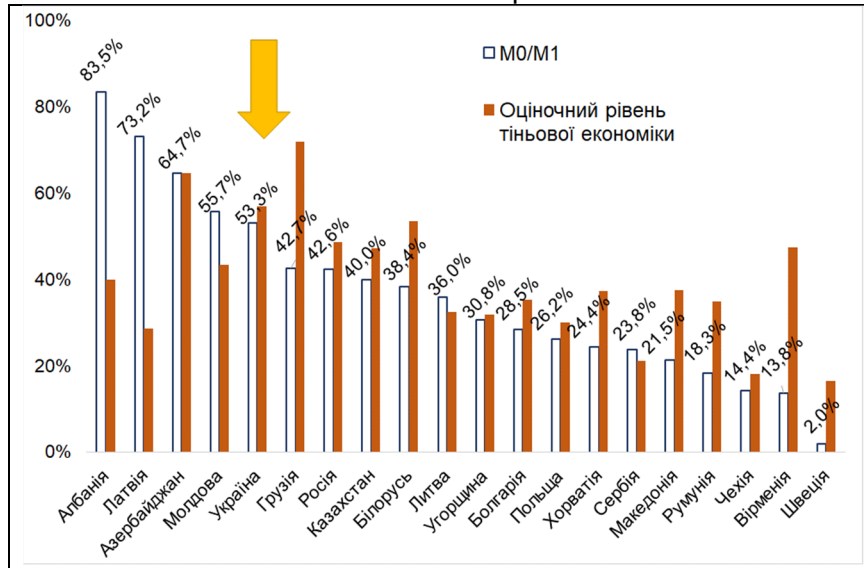
До структури грошових агрегатів. Важливим у питанні структури грошових агрегатів є частка $M0$ (готівка в обігу) у $M1$ (готівка плюс безготівкова гривня на рахунках до запитання). Станом на липень 2019р. Україна за показником частки $M0$ в $M1$ входила до ТОП-5 країн регіону (діаграма «Співвідношення $M0/M1$ та рівня тіньової економіки...»⁴⁰³), з часткою 53,28%. Україну випереджали Молдова, Азербайджан, Латвія та Албанія. Для порівняння, у Швеції цей показник у липні 2019р. складав 2%.

Зависока частка готівки в обігу (навіть більше ніж безготівкової гривні) – це не тільки обслуговування тіньової економіки, що є темою фіскальних органів. Насамперед, така висока частка готівки створює значний дискомфорт при проведенні монетарної політики та гальмує роботу трансмісійного механізму. Аналіз даних 2020р. показав, що країни, де частка готівки більше 40%, не здатні так оперативно і ефективно стимулювати економіку монетарними методами під час обвального зниження попиту та (або) зниження швидкості обігу грошей. У сучасних умовах частку $M0$ в $M1$ потрібно сприймати виключно як конкурентну перевагу країни при проведенні Центральним банком та Урядом антикризових заходів. Але, на жаль, проблема полягає не тільки в гальмуванні роботи трансмісійних механізмів, а й у можливостях застосування масштабних ін'єкцій ліквідності для стимулювання економіки.

⁴⁰³ Розраховано за даними центральних банків та оцінками МВФ.

При невеликій частці M0 в M1 (на рівні 10-20%) центральні банки мають можливість активно і швидко стерилізувати грошову масу через збільшення відсоткових ставок, але якщо у структурі M1 безготівка займає меншу частку ніж готівка, то абсорбція «зайвих грошей» з ринку стає вже проблемою.

Співвідношення M0/M1 та рівня тіньової економіки, липень 2019р.



Справа в тому, що готівка у більшості випадків не сприймається населенням як дохідний актив і M0, як правило, дуже слабо реагує на рух облікової ставки. Тому центральні банки країн, де забагато готівки, обмежені у масштабах монетарного стимулювання економіки. Іншими словами, вони будуть побоюватись «друкувати» більше грошей через те, що не зможуть їх витягти з обігу у потрібний момент, і тоді надлишкова ліквідність піде на товарний або валютний ринки. Звісно, Україні потрібно опускати частку M0 як мінімум до 20-30%, але це може бути можливим тільки при співпраці фіскальної та монетарної влади.

Рекомендації. 1. Україні потрібно перейти від «дерев'яного» до гнучкого інфляційного таргетування. Потрібно визнати, що рівень розвитку нашого ринку поки що не відповідає вимогам до точності «управління інфляцією» в рамках таргету 5% +/- 1,0 п.п. Потрібно провести оперативні консультації з МВФ та на 2022р. встановити інфляційний таргет на рівні 5% +/- 2,5 п.п. Ми повинні не змінювати таргет, а розширити діапазон коливань, виходячи з того, що реформи на фінансовому ринку займуть 3-5 років, а поточний стан розвитку нашого ринку гірший за Туреччину й Індію, які мають більш м'які таргети. Потрібно на довгострокову перспективу закріпити і ніколи не змінювати модель розрахунку верхньої та нижньої границі коливань таргету як 50% від інфляційної цілі.

Додатковою перевагою розширення діапазону коливання інфляційного таргету є забезпечення більш стабільних тенденцій при коливанні облікової ставки НБУ. Відповідний крок стане вагомим внеском до стабілізації вартості рефінансування банків.

2. Потрібно внести зміни до довгострокової стратегії інфляційного таргетування, встановивши прагнення України до більш низької інфляції, та закріпити динамку інфляційного таргету на рівні:

5% +/- 2,5 п.п.
4% +/- 2,0 п.п.
3% +/- 1,5 п.п.
2% +/- 1,0 п.п.

Перехід до меншого значення таргету повинен визначатись при затвердженні основних засад грошово-кредитної політики не з дати у календарі, а тільки після вивчення динаміки впливу реформ на дієвість трансмісійного механізму та після зменшення частки готівки у М1. Тільки в такому разі можна буде відновити довіру до інфляційного таргету в Україні і в середньостроковій перспективі впливати на інфляційні очікування громадян та бізнесу, а також більш оперативно і масштабно реагувати на кризові явища. Поточна ж ситуація є проявом формалізму, за якого НБУ вимушений кілька десятків разів пояснювати, чому інфляція в черговий раз не потрапила у зазначений діапазон, або потрапила туди випадково. Закріплення довгострокової стратегії «розумного» зниження таргету має вітатись міжнародними партнерами і кредиторами України та підганяти реформи в тих секторах, де вони пробуксовують.

3. НБУ доцільно провести ревізію щодо того, що потрібно змінити для покращення роботи трансмісійного механізму, та окремо вивчити, які дії потрібні з боку Мінфіну, НКЦПФР для розбудови ринкового середовища. Програма реформи фінансового сектору повинна працювати на вдосконалення роботи трансмісійного механізму в Україні. Успішна реалізація кроків цієї програми може ставати основою для поступового «розумного» зниження таргету, тільки після підтвердження на практиці дієвості таких реформ.

4. НБУ та Державна податкова служба повинні об'єднати зусилля задля зменшення частки тіньового сектору економіки, оскільки саме тіньова економіка є основним генератором попиту на готівку, висока частка якої є фактором, що гальмує роботу трансмісійного механізму та одночасно не дає монетарній владі стимулювати економіку під час періодичних криз. Разом з тим, фіскальна вертикаль повинна визнати, що банківська система України готова для прийняття коштів населення та бізнесу на рахунки у безготівковій формі, а одна з основних причин високої частки М0 у М1 – це спроба суб'єктів господарювання зменшити сплату податків.

5. НБУ та МВФ повинні провести широкі консультації та визначити умови, за яких інфляційний таргет буде зменшуватись відповідно до рівня середньозваженої інфляції у країнах-торговельних партнерах України. Такі умови повинні включати не тільки низьке значення частки М0 в М1, але і певний прогрес у реформах фінансового сектору та розблокуванні трансмісійного механізму. Відповідні кроки повинні сприйматись ринком не тільки як реставрація монетарного режиму інфляційного таргетування, а і як збільшення можливостей протистояння монетарної влади кризовим явищам.

Модернізація правових засад ринку капіталів в Україні: прогрес чи імітація?

Наталія ШЕЛУДЬКО,
завідувачка відділу грошово-кредитних відносин
ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України»

Nataliia SHELUD'KO. **Modernisation of legal framework for Ukraine's capital market: progress or imitation?** *The article reviews problems of practical implementation of the updated legislation on capital markets (Law of Ukraine "On Amendments to Certain Legislative Acts of Ukraine on Simplification of Investment Attraction and Introduction of New Financial Instruments" No.738 dated 19 June 2020).*

The article concludes that the norms in the above law contradict the Constitution of Ukraine and are inconsistent with other laws of Ukraine, whereas the implementation of EU legal acts, announced by the authors of updated law, remains purely declarative.

In conclusion, the author states that the law's practical implementation is virtually impossible due to the peculiarities of its adoption, including gross violations of rule-making process, and provides arguments on the expediency of declaring this law unconstitutional.

Нині вже очевидно, що постпандемічні реалії у світі будуть пов'язані з посиленням обмежень на рух товарів, послуг, капіталу, технологій та інформації. Це вже відбувається в таких секторах, як фармацевтика, виробництво медичних матеріалів і обладнання, а також продовольства: в умовах пандемії COVID-19 уряди обмежують експорт продукції цих галузей і запроваджують інші протекціоністські заходи. При цьому є підстави очікувати посилення протекціоністських заходів з метою захистити власні компанії і ринки від зовнішніх проблем. Н.Рубіні, один із відомих експертів у світі з питань фінансових ринків, вважає, що такий тренд ще сильніше розпалить вогонь популізму, націоналізму і ксенофобії.

Очікується, що такий перебіг подій буде неминуче означати не лише деглобалізацію, фрагментацію та трансформацію існуючої геоекономічної структури світу, а й ужорсточення конкуренції за всі види ресурсів – від первинних (вода, паливо, енергія) до фінансових. Особливо негативні наслідки цих процесів можна очікувати для тих країн, які відстають в індустріальному розвитку, мають низьку фінансову глибину економік і нерозвинені (спотворені) локальні фінансові ринки.

Самим безпосереднім чином це відноситься до України, де в умовах фактичної відрізаності від зовнішніх ринків капіталу і фінансування МВФ та інших донорів дотепер на найвищих щаблях державної влади та управління відсутнє системне і виважене бачення важливості розбудови ємного і ліквідного внутрішнього ринку капіталів.

У червні 2020р. після тривалого періоду обговорень ринок нарешті отримав оновлене законодавство – 19 червня Верховна Рада України ухвалила рішення про прийняття у другому читанні та в цілому як закону проект Закону, спрямований на спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів (далі – Закон)⁴⁰⁴. Однак, якою мірою оновлені правові

⁴⁰⁴ Закон України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів», від 19.06.2020р. №738-IX. – <https://zakon.rada.gov.ua/laws/>.

засади нададуть поштовх прогресивному розвитку ринку капіталів в Україні (і чи взагалі нададуть?).

Як впливає з довідки Головного юридичного управління Верховної Ради України⁴⁰⁵, під час виготовлення у паперовій формі оригіналу прийнятого 19 червня 2020р. Закону, його текст викладено у вигляді законів України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», «Про товарні біржі» та «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України у зв'язку з прийняттям законів України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» та «Про товарні біржі»».

Окрім того, що у прийнятому Законі об'єднані положення, як мінімум, трьох законодавчих актів (кожен з яких має свій предмет регулювання, особливий порядок і строки набрання чинності), у Законі допущено дублювання законодавчих положень, наявні численні колізії, що унеможливорює практичну його реалізацію. Фахівцям фондового ринку, як і практикуючим юристам, проблематичними вбачаються сам предмет правового регулювання законів та повнота регулювання порушених питань.

Так, Закон України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» передбачає, зокрема, впровадження нового виду фінансових інструментів (деривативні цінні папери і деривативні контракти) та нового поняття («організований товарний ринок») з відповідним державним регулюванням.

Попри значний обсяг тексту Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» (майже 150 статей), основна частина норм стосується звичайних цінних паперів. Загалом немає підстав стверджувати, що законодавчі новації є проривом у розширенні переліку фінансових інструментів – принаймні, в контексті видів та кількості цінних паперів: якщо порівняти групи та види цінних паперів, дозволені в цивільному обороті в Україні відповідно до попереднього та оновленого законодавства, то переважна більшість видів цінних паперів, визначених у законодавстві, не змінилася, більшість видів цінних паперів не мають біржового обігу, а за тими, що мають такий обіг, ліквідність в основному скорочується, окремі види, які раніше були врегульовані у нормативно-правових актах НКЦПФР, тепер визначені на рівні Закону. У модернізованому Законі значно деталізовані описи окремих видів цінних паперів (насамперед, боргових), а також з'явилися нові різновиди облігацій; запроваджені 2 нових види інструментів (депозитні сертифікати банків, кредитні ноти), в т.ч. 1 є новим достатньо умовно, зникли 2 види (облігації ФГВФО, іпотечні сертифікати) та 1 група інструментів (приватизаційні цінні папери). Загалом кількість груп та видів цінних паперів скоротилася (на 1). Стосовно деривативів – це, в основному, визначення та норми, що відсилають до нормативно-правових актів Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (далі – Комісія) або правил професійних учасників ринків, затверджуваних Комісією. Таким чином, більшість питань щодо обігу деривативів буде визначена в подальшому на підзаконному рівні.

Що стосується організованих товарних ринків, то Законом передбачається надання Комісії низки повноважень щодо регулювання їх діяльності,

⁴⁰⁵ Довідка до Закону України, прийнятого на основі проекту Закону про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів / Головне юридичне управління Верховної Ради України. – 17 липня 2020р. (№07/02-2020/108274, надана на запит адвоката О.Кошового. Див. також: Кошовий О. Новий закон про ринки капіталу – <https://www.stockworld.com.ua/>).

незалежно від того, про торгівлю якою продукцією йдеться (за винятком ринків енергоносіїв). На думку як фахівців фондового ринку, так і Головного юридичного управління ВРУ, цим закладається потенційний конфлікт повноважень між Комісією та іншими органами державного регулювання.

Також передбачено внесення змін загального характеру до Цивільного та Господарського кодексів України, законів України «Про заставу», «Про інвестиційну діяльність», «Про забезпечення вимог кредиторів та реєстрацію обтяжень» тощо, причому таких, що не стосуються предмета правового регулювання Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки».

Загалом положення Закону не відповідають конституційним принципам верховенства права та визнанню України правовою державою (статті 1 і 8 Конституції України), однією з основних умов реалізації яких є правова визначеність⁴⁰⁶. Нижче – про ключові вади і деструктиви оновленого законодавства.

Закон України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки».

Положення статті 1 містять логічні вади, дублювання, не повною мірою узгоджуються з основним змістом закону та сформульовані з багатьма виключеннями, що унеможлиблює однозначне визначення сфери застосування цього закону. Положення закону мають також суттєві вади з точки зору термінологічної бази (стаття 2 тощо). Насамперед це стосується одночасного застосування понять «організований ринок» та «регульований ринок» як стосовно ринків капіталу, так і товарних ринків. За відсутності конкретних ознак кожного відрізнити їх за змістом фактично неможливо.

У статті 2 наведено визначення великої кількості нових термінів. Для цього немає достатніх підстав – в основному, ці визначення є малоінформативними, оскільки містять не визначальні родові ознаки предмета чи явища, а є звичайним переліком, або містять правові приписи, що забороняється вимогами нормопроєктувальної техніки; деякі в подальшому майже не зустрічаються («близькі відносини», «тісні зв'язки», «формат проспекту» тощо).

Базові категорії Закону, а саме – перелік фінансових інструментів та їх ознак, викладені у статті 7, містять внутрішні суперечності, багато винятків і є штучно ускладненими та незрозумілими. Так, Закон передбачає введення у правове поле нового терміна – «інвестиційна фірма», яка має провадити діяльність з торгівлі фінансовими інструментами (стаття 44 тощо). При цьому ані Господарський кодекс України, ані Закон України «Про інвестиційну діяльність», що регламентують загальні засади інвестиційної діяльності в Україні, не оперують терміном «фірма» та не передбачають спеціальної назви для суб'єктів господарювання, що здійснюють інвестування. Запровадження такого терміну виключно для використання у сфері торгівлі фінансовими інструментами є невиправданим та може призвести до неоднозначного розуміння інвестиційного законодавства.

Закон (статті 44, 51, 58 тощо) передбачає також введення терміна «початковий капітал» професійних учасників ринків капіталу та організованих товарних ринків. Оскільки відповідні професійні учасники створюються,

⁴⁰⁶ Принцип правової визначеності передбачає ясність та недвозначність викладення правових приписів, відсутність внутрішніх суперечностей у нормативно-правовому акті та узгодженість з іншими законодавчими актами.

зокрема, в організаційно-правових формах товариств, виникає неузгодженість законодавчих приписів щодо формування «статутного капіталу», передбаченого Цивільним кодексом України, та «початкового». Аналогічні зауваження стосуються багатьох інших визначень, наведених у Законі.

Частина друга статті 3, що містить перелік актів Європейського Співтовариства, на імплементацію яких «спрямовано цей Закон та нормативно-правові акти Комісії, зазначені в цьому Законі», не містить правових приписів та не може бути складовою закону. Крім того, посилення на неіснуючі ще акти Комісії є юридично некоректним.

На думку фахівців Головного юридичного управління ВРУ, у цілому Закон викладено без дотримання вимог нормопроєктувальної техніки щодо чіткого та лаконічного викладення змісту. Значна частина положень не містить правових норм, проте має загальний, «описовий» характер. У Законі використовуються поняття з неконкретним значенням, які мають оціночний характер та унеможливають чітке визначення обов'язків суб'єкта правовідносин.

Закон наділяє новими повноваженнями Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку. Проте правовий статус Комісії і порядок визначення її повноважень не узгоджуються з частиною першою статті 6 Конституції України, згідно з якою державна влада в Україні здійснюється на засадах її поділу на законодавчу, виконавчу та судову. Вичерпний перелік державних органів, які формально не належать до жодної з гілок влади, прямо встановлено Конституцією України (ЦВК, Національний банк України, Національна рада України з питань телебачення і радіомовлення, органи прокуратури тощо). Натомість відповідно до статті 6 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» Комісія створена як державний колегіальний орган, підпорядкована Президенту України, Голова та члени Комісії призначаються на посади Президентом України, ним же затверджується Положення про Комісію. Водночас стаття 106 Конституції України не наділяє Президента України правом брати участь у формуванні державних органів, не передбачених Конституцією України, та визначати порядок їх діяльності. З урахуванням наведеного вбачається, що положення Закону щодо визначення нових повноважень Комісії не враховують вимог статей 6 і 106 Конституції України.

Більше того, відповідно до пунктів 1, 3, 4 статті 116 Конституції України на Кабінет Міністрів України покладено реалізацію внутрішньої політики, загальнодержавних програм економічного розвитку, забезпечення проведення фінансової та інвестиційної політики. Закон же спрямований на подальше закріплення у правовому полі практики покладення на створені у неконституційний спосіб державні органи функцій органів виконавчої влади з безпосереднього регулювання господарської діяльності.

Як вже зазначалося вище, Законом не передбачається виправити неузгодженість правового статусу Комісії з конституційними приписами. Натомість їй надається широке коло нових повноважень, які є надзвичайно суттєвими та одночасно мають дискреційний характер. У деяких випадках від рішення регулятора залежатиме навіть визначення кола суб'єктів (або об'єктів), що належать до сфери дії Закону; передбачається також прийняття регулятором на власний розсуд рішень всупереч встановленим законом нормам. Отже, значна частина питань, що стосуються функціонування ринку капіталу та товарного ринку, а також їх учасників, мають вирішуватися на власний розсуд Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку та визначатися її нормативно-правовими актами. При цьому конкретних меж

реалізації Комісією наданих повноважень Законом не передбачено.

Надання повноважень такого самого невизначеного характеру передбачено також для інших державних органів. Так, відповідно до частини другої статті 19 закону «Центральний орган виконавчої влади, що забезпечує формування державної фінансової політики, за погодженням з Національним банком України надає дозвіл на здійснення міжнародною фінансовою організацією емісії облігацій». Згідно з частиною третьою цієї ж статті «У разі якщо Україна не є членом міжнародної фінансової організації та/або з такою організацією не укладено міжнародний договір України, кошти, отримані такою міжнародною фінансовою організацією від розміщення облігацій, використовуються за погодженням із Кабінетом Міністрів України у визначеному ним порядку».

Звертають на себе увагу також положення частини другої статті 4 Закону, відповідно до яких «Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку за погодженням з Національним банком України може встановлювати особливості провадження Національним банком України професійної діяльності на ринках капіталу», та частини сьомої статті 59 Закону, згідно з якими «Вимоги до зазначених у цій частині договорів установлюються Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку. У разі якщо Національний банк України є стороною зазначених договорів, вимоги до таких договорів встановлюються за погодженням із Національним банком України». Зазначені положення, крім надання державним органам неконкретних повноважень, порушують порядок реалізації владних повноважень, допускаючи погодження вимог до суб'єкта з самим суб'єктом.

З приводу зазначеного слід зауважити, по-перше, що відсутність у Законі чітких критеріїв або вимог до змісту відповідних рішень державних органів та обмежень з регулювання діяльності суб'єктів господарювання не узгоджується з вимогами статті 19 Конституції України щодо визначення меж та способу реалізації повноважень органів державної влади, їх посадових осіб виключно Конституцією та законами України, а також створює широкі можливості для зловживань.

Правова позиція Конституційного Суду України, викладена у Рішенні від 30 травня 2001р. №7-рп/2001, полягає у тому, що принцип правової держави вимагає наявності у законодавчому акті достатніх і завершених правових механізмів реалізації його положень. У Рішенні Конституційного Суду України від 8 червня 2016р. №3-рп/2016, де за органом публічної влади визнається можливість мати певні дискреційні повноваження у прийнятті рішень, наголошується, що «цей механізм повинен забезпечувати, з одного боку, захист особи від свавільного втручання органів державної влади у її права і свободи, а з другого – наявність можливості у особи передбачати дії цих органів» (абзац третій підпункту 2.4 пункту 2 мотивувальної частини Рішення).

Закон повинен вказувати на обсяг будь-якої дискреції та на спосіб її здійснення із достатньою чіткістю, аби особа мала змогу відповідним чином захистити себе від свавільних дій влади (пункт 45 Доповіді «Верховенство права», схваленої Європейською Комісією «За демократію через право» на 86- му пленарному засіданні (Венеція, 25-26 березня 2011р.)).

У пункті 7 преамбули Регламенту Європейського Парламенту та Ради №600/2014 від 15 травня 2014р. про ринки фінансових інструментів (MiFIR) прямо зазначено, що «одна із важливих вимог полягає в поєднанні інтересів в межах системи за допомогою недискреційних правил, встановлених системним оператором».

По-друге, відповідно до пункту 8 частини першої, пункту 1 частини другої статті 92 Конституції України правові засади і гарантії підприємництва, засади створення і функціонування фінансового ринку визначаються виключно на законодавчому рівні. Наявність у Законі такої кількості норм, що з приводу умов провадження господарської діяльності відсилають учасників ринків капіталу до рішень Комісії, свідчить про фактичне делегування відповідному органу законодавчих повноважень, що порушує конституційну модель організації влади в Україні. Отже, на нашу думку, передбачений Законом порядок здійснення державного регулювання ринків капіталів не відповідає зазначеним вище конституційним нормам та законодавству Європейського Союзу.

Наразі Закон України «Про систему гарантування вкладів фізичних осіб» дозволяє Фонду гарантування вкладів фізичних осіб здійснювати розміщення власних облігацій з метою формування коштів Фонду. Стаття 12 нового Закону прямо відносить облігації Фонду до корпоративних облігацій, причому встановлюється, що на облігації Фонду не поширюються обмеження щодо обсягу здійснення емісії, передбачені частиною третьою цієї статті. Зазначене свідчить про фактичне перетворення Фонду на звичайний суб'єкт підприємницької діяльності, що управляє своїми коштами та отримує прибуток, зокрема необхідний для здійснення виплат за облігаціями. Проте це суперечить правовому статусу Фонду та основній меті його створення. Відповідно до Закону України «Про систему гарантування вкладів фізичних осіб» Фонд є установою, що не має на меті отримання прибутку. Основним завданням Фонду є забезпечення функціонування системи гарантування вкладів фізичних осіб та виведення неплатоспроможних банків з ринку (частина третя статті 3, частина перша статті 4). Так звані «власні кошти» Фонду формуються за рахунок внесків банків, майна неплатоспроможних банків, а також бюджетних позик і мають використовуватися виключно на задоволення законних вимог вкладників неплатоспроможних банків. Вбачається, що неконтрольований випуск облігацій Фонду створює ризики для виконання державних зобов'язань перед вкладниками.

У статті 16 Закону визначаються питання емісії та розміщення державних облігацій України. Встановлено, що їх емісія є частиною бюджетного процесу і не підлягає регулюванню Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку (частина п'ята статті 16). Умови розміщення державних облігацій України, включаючи їх емісію, викуп, конвертацію та погашення, не визначені умовами розміщення, встановлюються відповідно до закону центральним органом виконавчої влади, уповноваженим на реалізацію державної бюджетної політики у сфері управління державним боргом та гарантованим державою боргом (частина шоста статті 16).

Водночас згідно з частиною восьмою статті 16 «порядок проведення операцій, пов'язаних з розміщенням таких облігацій, відповідно до закону встановлюється Національним банком України за погодженням із центральним органом виконавчої влади, уповноваженим на реалізацію державної бюджетної політики у сфері управління державним боргом та гарантованим державою боргом. Особливості провадження депозитарної діяльності з державними облігаціями України визначаються відповідно до закону Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку за погодженням із Національним банком України».

Наведена вище редакція допускає неоднозначне розуміння її змісту, що дозволить довільно її трактувати при застосуванні, адже незрозуміло, відповідно до якого закону згадані державні органи мають приймати відповідні рішення. Зазначене суперечить принципу юридичної визначеності,

дотримання якого є вимогою верховенства права, закріпленого статтею 8 Конституції України.

Крім того, згідно з статтею 92 Конституції України виключно законами України, а не підзаконними актами встановлюються зокрема порядок випуску та обігу державних цінних паперів. До того ж Конституцією не передбачається прийняття нормативних актів «за погодженням», а відповідно до статті 19 Конституції органи державної влади та їх посадові особи зобов'язані діяти лише на підставі, в межах повноважень та у спосіб, що передбачені Конституцією та законами України. Конституційний Суд України у Рішенні від 8 липня 2016р. №5-рп/2016 зазначив, що «розмежування повноважень між різними органами державної влади означає самостійне виконання кожним із них своїх функцій та здійснення повноважень відповідно до Конституції та законів України» (абзац другий підпункту 2.1 пункту 2 мотивувальної частини).

Передбачений Законом підхід до регулювання ринків капіталу також не узгоджується з законодавством Європейського Союзу (далі – ЄС). Згідно з Угодою про асоціацію між Україною, з однієї сторони, та Європейським Союзом, Європейським співтовариством з атомної енергії і їхніми державами-членами, з іншої сторони (далі – Угода про асоціацію) передбачається необхідність приведення чинного законодавства України у відповідність до законодавства ЄС у сфері фінансових послуг, корпоративного управління та діяльності компаній. Відповідно до зобов'язань, передбачених Угодою про асоціацію, до національного законодавства України повинні бути імplementовані, зокрема директива ЄС № 2014/65/ЄС від 15 травня 2014р. про ринки фінансових інструментів (MiFID II) та регламент Європейського Парламенту та Ради №600/2014 від 15 травня 2014р. про ринки фінансових інструментів (MiFIR).

Так, відповідно до частини першої статті 67 директиви ЄС № 2014/65/ЄС «кожна держава-член визначає компетентні органи, які повинні виконувати кожний з обов'язків, передбачених різними положеннями Регламенту №600/2014 та цієї директиви». Разом з цим, частиною другою статті 67 цієї директиви допускається можливість делегування завдань (повноважень) іншим суб'єктам у разі додержання таких умов: «будь-яке делегування іншим суб'єктам, ніж державні органи, не може стосуватися здійснення державної влади та використання дискреційного права ухвалювати рішення».

Натомість статтею 139 Закону передбачається, що регулювання ринків капіталу здійснює держава (Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку, а також інші державні органи) та саморегулювні організації. При цьому частиною п'ятою статті 144 Закону передбачається, що «Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку може делегувати саморегулювній організації визначені законом повноваження з регулювання ринків капіталу, у встановленому нею порядку за заявою відповідної саморегулювної організації».

Отже, всупереч зазначеним вище актам законодавства ЄС Законом прямо передбачається можливість делегування державним колегіальним органом, що є державним регулятором організованих товарних ринків, на невизначений час повноважень щодо регулювання будь-яких відносин на ринках капіталів та організованих товарних ринках, без визначення законом правової природи та змісту таких повноважень.

Так само не враховуються вимоги директиви ЄС № 2014/65/ЄС від 15 травня 2014р. про ринки фінансових інструментів (MiFID II) щодо визначення відповідальності за здійснення делегованих повноважень. Так, відповідно до

частини четвертої статті 144 Закону «саморегулювна організація несе відповідальність за невиконання чи неналежне виконання покладених на неї повноважень у встановленому законодавством порядку», тоді як згідно з частиною другою статті 67 директиви ЄС № 2014/65/ЄС «остаточна відповідальність за нагляд за дотриманням цієї директиви та заходами з її імплементації лежить на компетентному органі або органах, визначених відповідно до частини першої цієї статті». Крім того, зазначеними положеннями закону не враховуються вимоги пункту 22 частини першої статті 92 Конституції України, за якими засади юридичної відповідальності визначаються виключно законом.

Закон України «Про товарні біржі». Визначений прийнятим Законом спосіб урегулювання відносин у цій сфері також не повною мірою узгоджується із нормами Конституції та законів України. Зокрема, це стосується не лише запровадження непритаманної для національного законодавства термінології. Закон наділяє Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку новими повноваженнями дискреційного характеру.

У правовій державі, де визнається та діє принцип верховенства права, неприпустимою є ситуація, коли підзаконним нормативно-правовим актом (рішенням державного органу) можна «доповнити» або змінити норму закону.

Загалом, передбачений Законом порядок здійснення державного регулювання діяльності товарних бірж не відповідає зазначеним вище конституційним нормам.

Закон України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України у зв'язку з прийняттям законів України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» та «Про товарні біржі». Калейдоскоп змін до чинного законодавства України, передбачений цим Законом, вражає. При цьому низка внесених ним змін до законодавчих актів мають загальний характер, виходять за межі предмета правового регулювання законів про ринки капіталу та організовані товарні ринки і можуть мати непередбачувані наслідки для цілої низки цивільних відносин. До того ж, на думку фахівців Головного юридичного управління ВРУ, зазначені зміни руйнують концептуальні засади кримінального процесу, розбалансовують усталену систему суб'єктів кримінально-процесуальних відносин, систему учасників кримінального провадження, значним чином звужують можливості захисту своїх прав власниками облігацій, яким кримінальним правопорушенням завдано майнової шкоди.

Окремо слід зупинитись на якості процедури прийняття розглянутих законодавчих новацій. Як зазначалося вище, Верховною Радою України було проголосовано у другому читанні та в цілому з необхідними техніко-юридичними правками проект Закону «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів» (реєстраційний №2284), в той час коли підготовлений для підпису Головою Верховної Ради України текст містить три окремих закони. Це також порушує принцип правової визначеності та в подальшому може унеможливити коректне посилання на ці законодавчі акти.

Із зазначеним пов'язана ще одна проблема, а саме – визначення моменту набрання чинності законодавчими приписами. Відповідно до частини п'ятої статті 94 Конституції України Закон набирає чинності через десять днів з дня його офіційного оприлюднення, якщо інше не передбачено самим законом, але не раніше дня його опублікування.

Рішення Верховної Ради України стосувалося одного законопроекту, а отже, є підстави вважати закони України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», «Про товарні біржі» та «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України у зв'язку з прийняттям законів України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» та «Про товарні біржі» складовими єдиного законодавчого акта, який відповідно має набрати чинності через десять днів з дня його офіційного оприлюднення. Водночас згідно з «Прикінцевими та перехідними положеннями» його складових, окремі законодавчі приписи мають набрати чинності з дня, наступного за днем опублікування, що, у принципі, неможливо.

Зважаючи на якість законодавчих новацій та процедурні недосконалості їх прийняття, є всі підстави очікувати, що Закон може бути оскаржений до Конституційного Суду України.

Висновки. Отже, на сьогодні є всі підстави стверджувати, що Закон України №738-IX від 19.06.2020р., прийнятий з четвертої спроби (обговорення ПЗУ №3498 від 20.11.2015р., №7055 від 01.09.2017р., №9035 від 03.09.2018р. та №2284 від 17.10.2019р. тривало понад 4 роки), **насправді не є прогресивним законодавством про ринки капіталу, а скоріше великим фіаско.**

Оновлене законодавство жодним чином суттєво не розширило коло доступних фінансових інструментів: перелік законодавчо визначених видів цінних паперів навіть скоротився, а перелік видів деривативів було збільшено за рахунок нетипових інструментів, укладення яких, до того ж, і до цього не заборонялося законодавством.

Формально, мета законодавчих новацій – запровадження нових фінансових інструментів, наявна лише в назві *Закону* України № 738-IX від 19.06.2020р., але жодним чином не стосується його сутнісної складової. Це може свідчити про свідоме введення в оману учасників фінансових ринків, українського суспільства та міжнародної спільноти, оскільки фактичною метою всіх законопроектів, що вносилися протягом 2015-2019рр., було безконтрольне розширення повноважень НКЦПФР, яка за останні роки домоглася лише скорочення ліквідності всіх існуючих фінансових інструментів, включаючи деривативи, та не здійснила жодних конструктивних заходів щодо розвитку ринку, попри те, що це законодавчо закріплено в переліку її завдань⁴⁰⁷.

Імплементація правових актів ЄС, задекларована розробниками модернізованого законодавства, залишилась банальною декларацією.

Окрім сумного підсумку – явної неконституційності прийнятих законів, доводиться визнати, що повноцінний ринок капіталів в Україні – поки що під великим питанням.

⁴⁰⁷ Згідно з статтею 7 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», основними завданням НКЦПФР є «формування та забезпечення реалізації єдиної державної політики щодо розвитку та функціонування ринку цінних паперів та їх похідних в Україні» та «сприяння розвитку ринку цінних паперів».

**Чинники, складові і результати запровадження і реалізації
антикризової політики в окремих країнах світу та Україні.
Прогноз соціально-економічного розвитку України у 2021р.**

**Попередні видання Центру Разумкова
серії «Дискусії про економічний розвиток»**

Торговельні війни сучасності та їх вплив на економічне зростання і розвиток у світі та Україні. – К., 2019, 188с.

Соціально-економічний вимір України в період зміни політичних еліт. – К., 2019, 48с.

Посилення значимості монетарної політики в країнах Центральної і Східної Європи у посткризовий період і рекомендації для України. – К., 2019, 147с.

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

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

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

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

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

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

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

Видавництво «Заповіт»
01011, Київ, вул. Панаса Мирного, 7-а, офіс 9.