

**Творчі дискусії  
з проблем суспільного  
розвитку**

**Геєць В.М.**, акад. НАН України

*Інститут економіки та прогнозування НАН України*

**ЦІНОВА КОНКУРЕНТОСПРОМОЖНІСТЬ  
ЧИ ЦІНОВА СТАБІЛЬНІСТЬ:  
ДУАЛІЗМ ПОЛІТИКИ ЕКОНОМІЧНОГО ЗРОСТАННЯ**

*У статті автор виходив з того, що у філософському змісті дуалізм, з одного боку, розуміється як категорія, згідно з якою визначаються рівноправними дві окремі засади в економічній стабілізації, які можуть впорядковуватися для досягнення останньої при умові, що кожна з них одночасно спрямована на забезпечення економічного зростання. Разом з тим, з іншого боку, дуалізм в економічній політиці може розглядатися і відповідно до філософського тлумачення як різновидність плюралізму, згідно з яким має місце і множина засад для забезпечення умов стабільного і, відповідно, економічного зростання. Використовуючи дані про умови і фактори розвитку економіки України в 2000–2005 рр., автор відповідно до вказаних вище методологічних підходів спробував обґрунтувати доцільність використання одного із вказаних у заголовку якорів економічної стабільності, що, на його думку, може бути базою для забезпечення зростання економіки України в середньостроковій перспективі.*

Розвиток економіки в період 2000–2004 рр. мав ряд особливих ознак, які необхідно проаналізувати з огляду на доцільність їх збереження на майбутнє, оскільки 2005 р. став роком загострень після попередніх 5-ти років стабільності та високого динамічного зростання. Протягом 2005 р. українська економіка зазнала ряд послідовних шоків: на ринках енергоносіїв, окремих ринках важливих продуктів харчування при значному зростанні соціальних виплат, у сфері приватизації, в інвестиційній діяльності. Очікується, що і 2006 р. у цьому відношенні не буде кращим. Перш за все йдеться про можливий скачок цін на газ, загрози дестабілізації у сфері державних фінансів. Як результат, ми отримали різке уповільнення економічної активності, інфляційну загрозу, нестабільність у валютно-курсовій політиці на відміну від попередніх 5 років, які особливо відрізнялися високим економічним зростанням у посткризовий період, що спочатку мало відновлювальний характер, а потім – поступового переходу до інвестиційно залежного. Весь цей період зростання супроводжувався зростанням попиту на гроші, порівняно низьким рівнем інфляції, бюджетною та валютною стабільністю. При цьому основну частку в зростанні цін внесли 2000 р. (28,0%) – перший з початку п'ятирічного зростання після фінансової кризи 1998–1999 рр., та передвиборний 2004 р. (індекс



споживчих цін становив 109,1%). Але якщо в 2000 р. зростання ВВП становило 5,9% при інфляції в 28,0%, то в 2004 р. – 12,1% при інфляції 9,1% (табл. 1). Якщо звернутися до аналізу тенденцій зміни реального ВВП протягом окремих років згаданого періоду, то можна з'ясувати декілька важливих ознак. Після кризових 1990-х рр. економічне зростання досягло свого певного максимуму: так, у 2001 р. темп приросту ВВП України становив 9,2%, що було своєрідним рекордом після довгих років спаду. Висока база 2001 р. внесла свій вклад у темпи зростання ВВП 2002 р. і відповідно результат виявився набагато скромнішим (5,2%), але при майже нульовому значенні інфляції (0,8%), що вимагає певних пояснень, оскільки принципових змін у структурі економіки за цей час не відбулося, і за такий час не могла суттєво змінитися технологічна база виробництва так, щоб серйозно впливати на результати функціонування економіки, у тому числі і на рівень інфляції. Відтак зазначений результат її розвитку у 2002 р. мав макроекономічну природу. Саме тому вважаємо за необхідне звернутися до аналізу грошової пропозиції, яка була у цей час, з тим, щоб оцінити – наскільки вона відповідала реальним потребам економіки, що почала динамічно зростати, оскільки спостерігалася стабільність бюджету.

Таблиця 1

Темпи зростання валового внутрішнього продукту  
та індексів споживчих цін і цін виробників промислової продукції  
у 2000–2004 рр. та у першому півріччі 2005 р.

Роки	Валовий внутрішній продукт, % до попереднього року	Індекс споживчих цін, % в середньорічному обчисленні	Індекс цін виробників промислової продукції, % в середньорічному обчисленні
2000	105,9	128,0	121,0
2001	109,2	111,9	108,9
2002	105,2	100,8	103,0
2003	109,6	105,2	107,8
2004	112,1	109,1	120,4
2005*	104,0	114,2	118,9

\* За перше півріччя 2005 р. по відношенню до першого півріччя попереднього року.

Джерело: Моніторинг макроекономічних та галузевих показників. – К.: Мінекономіки, 2005. – Вип. 8 (64). – С. 14, 46, 48.

Виходячи з відомого співвідношення щодо приросту грошової маси, швидкості обороту грошей та рівня цін і приросту ВВП, в якому  $\Delta M + \Delta V = \Delta P + \Delta Y$ , і зіставляючи його з даними табл. 2, бачимо, що приріст швидкості обороту грошей мав від'ємне значення (-24%), а приріст грошової маси залишався на рівні попереднього 2001 р., коли зростання ВВП становило 9,2%, хоча цей результат був досягнутий при значно більшій швидкості обороту грошей – 5,24 проти 3,99 у 2002 р. З цих фактичних співвідношень



Таблиця 2

Динаміка зростання грошової маси М3 та швидкість обороту грошей  
в 2000–2005 рр.\*, % до попереднього року

Роки	Зростання грошової маси, %	Індекс зміни швидкості обороту грошової маси
2000	146,0	0,91
2001	142,0	0,80
2002	142,0	0,76
2003	146,0	0,84
2004	132,0	0,94
2005**	118,0	0,83

\* За даними НБУ.

\*\* Перший квартал 2005 р.

впливає, що для дотримання балансу, згідно з наведеним вище рівнянням, низький рівень інфляції в 2002 р. був досягнутий у тому числі і як результат відносно обмежувальної грошово-кредитної політики, оскільки швидкість обігу грошей впала, а темпи зростання грошової маси залишилися на рівні попереднього року. Це, у свою чергу, не могло не обмежувати рівень задоволення попиту на гроші, що відповідно певною мірою стримувало економічне зростання (табл. 3, 4). До цього слід додати – наявна статистика щодо вимог банків за кредитами, наданими в економіку України, показує, що в цей рік останні зросли на 148% проти 145% у 2001 р., коли швидкість обороту грошей була в 1,3 раза більшою. При цьому, незважаючи на те, що саме в 2002 р. монетизація (М3/ВВП) за весь період, що аналізується, хоча й зросла на найбільшу величину (32%), але, оскільки при цьому процентні ставки банків у національній валюті залишилися досить високими – 24,8% за кредитами у національній валюті, а за депозитами були всього 7,8%, це означало надзвичайно високу ціну кредитів. Якщо врахувати, що в цілому протягом року мав місце досить низький рівень інфляції, то економіка України за таких умов відчувала певні обмеження з боку грошової пропозиції за рахунок порівняно високої ціни грошей. Слід відмітити, що, хоча процентна ставка рефінансування НБУ становила всього 9,2%, гроші в комерційній банківській системі були того року занадто дорогими. Відтак урахування динаміки росту грошової маси, швидкості обороту грошей, їх ціни в комерційній банківській системі підтверджує, що все-таки мала місце відносно обмежена пропозиція грошей, оскільки її збільшення позитивно впливало б на задоволення попиту на гроші, сприяючи зниженню процентної ставки. Зрозуміло, це певною мірою підвищило б інфляцію, але, оскільки вона була контрольованою (бо, перш за все, був збалансований бюджет), то вона не вийшла б за межі 5–6%, що було би більш природним для того стану економіки України, в якому вона знаходилася, ніж 0,8%, як це показав 2002 р.



Таблиця 3

Монетизація економіки України та темпи її зростання в 2000–2004 рр.\*

Показник	2000	2001	2002	2003	2004
ВВП, млн грн	170070	204190	225810	267344	344822
МЗ, млн грн	32252	45755	64870	95043	125801
МЗ/ВВП	0,19	0,22	0,29	0,36	0,38
Темпи зростання монетизації (до попереднього року), %	112	116	132	125	106

\* Розраховано за даними НБУ.

Таблиця 4

Кредити, надані банками в економіку України\*, % до ВВП

Показник	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Вимоги банків за кредитами, млн грн	11787	19574	28373	42035	67835	88579
ВВП, млн грн	130442	170070	204190	225810	267344	344822
Кредити/ВВП, %	9,0	12,0	14,0	19,0	25,0	26,0
Темпи зростання відношення кредитів до ВВП (до попереднього року), %	100	133	117	136	132	104

\* Розраховано за даними НБУ.

Такий висновок підтверджується результатами 2004 р., в якому зростання грошової маси було порівняно меншим (32%), швидкість обороту грошей впала всього на 6 процентних пунктів, а от процентні ставки за кредитами були лише 14,5% при зростанні індексу споживчих цін на 9,1% та індексу цін виробників промислової продукції на 20,4%. Це до певної міри означає, що 2004 р. грошова пропозиція була здійснена на досить високому рівні, що задовольнило відповідно попит на гроші, тим самим сприяючи досягненню найвищих за останні 5 років темпів зростання ВВП (12,1%). І хоча вже в цей час почали позначатися певні проблеми з бюджетом, але грошово-кредитна система спрацювала, по суті, добре, хоча іноді звучать висновки про перегрів економіки саме в цей час.

У підсумку можна зі значною ймовірністю стверджувати, що на зниження темпів економічного зростання у 2002 р. впливала, поряд з іншими факторами, і обмежена грошова пропозиція внаслідок найбільшого за весь цей період спаду швидкості обороту грошей та їх надвисокої, порівняно з рівнем інфляції, ціни (для довідки: з урахуванням інфляції та середньозваженої ціни кредитів ціна грошей сумарно становила близько 25% річних при рентабельності операційної діяльності, наприклад, промислових підприємств, всього 2,6%, при цьому це був найнижчий показник за період з 2000 р. при найвищому (38,8%) за цей період рівні збиткових підприємств та організацій за видами економічної діяльності).



Підтвердженням попереднього висновку є й результати 2003 р., коли, незважаючи на значний неврожай в сільському господарстві (індекс зростання продукції сільського господарства у 2003 р. порівняно з 2002 р. становив всього 89,0%), ситуація змінюється на зворотню. При інфляції в 5,2%, незважаючи на подальше зниження швидкості обороту грошей (16,0%), відбулося одночасне зниження процентних ставок у національній валюті більш ніж у 1,4 раза і зростання грошової пропозиції (яке становило у 2003 р. 146,0%). Загалом це дозволяло, на нашу думку, задовольнити зростаючий попит на гроші і, як результат, вимоги банків за кредитами, наданими в економіку України у 2003 р., зросли аж на 161%. Одночасно до 3,3% зросла рентабельність промислового виробництва, а кількість збиткових підприємств скоротилася до 37,2%. Прибуток по економіці в цілому перевищив всі попередні (2000–2002) роки, у тому числі, незважаючи на неврожай, сільське господарство разом із мисливством і лісовим господарством, теж отримало прибуток у розмірі 769,5 млн грн проти 254,6 млн грн збитків у 2002 р. На додаток до згаданого вище, крім інших особливостей всього періоду, зростання стрімко збільшувалися міжнародні резерви НБУ (*довідково*: за час з 2000 р. по травень 2005 р., вони зросли в 8,9 раза, і саме вони виступили основним каналом збільшення грошової пропозиції).

Серед інших, не менш важливих макроекономічних особливостей 2000–2004 рр., була прив'язка гривні до долара, оскільки саме курс національної валюти був якорем макроекономічної стабілізації. За весь вказаний період індекси офіційного курсу національної валюти до долара США були фактично стабільними. Так, якщо у 2000 р., коли мало місце значне економічне зростання, девальвація гривні до долара в середньорічному вимірі становила 31,7%, то в 2001 р. була ревальвація в 1,3% (табл. 5). У 2002 та 2003 рр. мала місце незначна девальвація (-0,85% та -0,4%); у 2004 р. – ревальвація до попереднього року становила всього 0,25%. Таким чином, чотири останні роки рівень ревальвації та девальвації гривні до долара США був настільки незначним, що фактично не впливав на стан цінової конкурентоспроможності економіки. Тому відповідний її запас, який був створений в період 1998–2000 рр., дозволяв динамічно нарощувати експорт з України, одночасно підтримуючи позитивне сальдо торгівлі і тим самим створюючи умови для динамічного економічного зростання, яке паралельно підтримувалось і такими зовнішніми чинниками, як високий попит на світових ринках та відповідні ціни на основні товари нашого експорту. Внаслідок зміни економічної політики 2005 р. та окремих змін на зовнішніх ринках, за 8 міс. 2005 р. цінова конкурентоспроможність української економіки (за розрахунками, здійсненими в Інституті економіки та прогнозування НАН України) знизилася на 14%. На цьому фоні позитивне сальдо експорту-імпорту товарів і послуг в 2000–2004 рр. було ще однією важливою макроекономічною особливістю економічного зростання в



Україні у посткризовий період, на відміну від багатьох країн з перехідною економікою.

Таблиця 5

Номінальна девальвація (-) – ревальвація (+) гривні до долара США\*

Роки	Грудень до грудня відповідного року	Середньорічно до попереднього року
1998	-80,5	-31,6
1999	-52,2	-68,6
2000	-4,2	-31,7
2001	+2,5	+1,3
2002	-0,6	-0,85
2003	+0,01	-0,11
2004	+0,5	+0,25

\* Розраховано за даними НБУ.

Крім того, як вже зазначалося, у сфері державних фінансів мала місце достатньо серйозна стабільність. Згідно з наявними даними, в 2000 та 2002 рр. профіцит Зведеного бюджету становив відповідно 0,6 та 0,7% ВВП. У 2001 та 2003 рр. дефіцит становив відповідно всього 0,3 та 0,2% ВВП. У 2004 р. дефіцит бюджету почав зростати і досяг 3,4% ВВП, хоча це суттєво не вплинуло на величину валового зовнішнього боргу, який весь цей час у відношенні до ВВП суттєво скорочувався. Якщо у 1999 р. величина державного зовнішнього боргу становила у відношенні до ВВП 40,4%, то, за підсумками 2004 р. вона скоротилася до 18,7% ВВП. Фактично за період економічного зростання (2000–2004 рр.) Україна в частині зовнішнього державного боргу розв'язала проблему зовнішньоборгової залежності, і це було також ще однією важливою макроекономічною особливістю, що сприяла підняттю її інвестиційної привабливості та підвищенню рівня міжнародних рейтингів.

У підсумку можна було б стверджувати, що результати економічної політики минулих п'яти років мали б підштовхувати до її продовження в майбутньому з тим, щоб зберегти високі і стабільні темпи економічного зростання, оскільки це є запорукою підвищення рівня життя населення.

Разом з тим ми маємо враховувати і ряд принципових змін, які мають місце на даний час. Так, за період зростання ступінь монетизації економіки зріс майже вдвічі. Якщо відношення МЗ/ВВП в 1999 р. становило всього 17%, то за підсумком 2003 р. ця величина досягла 36% і з цього часу залишається, по суті, незмінною. Фактично слід визнати – при нерозвиненості фондового ринку і надзвичайно повільній динаміці його зростання такий ступінь монетизації економіки є доволі високим і якщо і зростатиме, то достатньо повільно – перш за все, за рахунок довгих грошей, формування яких є процесом досить довготривалим, і значною мірою, поряд з іншими факторами, пов'язано з відродженням інвестиційної активності, яка останнім часом значно загальмувалася. Це означає, що за певних умов можлива й



надалі висока динаміка пропозиції грошей, яка матиме адекватний попит з боку інвестиційно орієнтованого сектора економіки. Останнє є досить важливим, оскільки не сприятиме підвищенню, в першу чергу, інфляції, як це мало місце в першій половині 2005 р., коли зростав платоспроможний попит населення і знижувався попит на ринках інвестиційних товарів. Існує (хоча й невисока) ймовірність того, що попит на гроші дещо підвищуватиметься у разі, коли швидкість обороту грошей і надалі знижуватиметься. Це теж гальмуватиме зростання інфляції, але слід мати на увазі, що очікуване зниження швидкості обороту грошової маси буде доволі незначним, оскільки воно досягло свого певного мінімуму, або близьке до нього. За даними Національного банку України, швидкість обігу грошової маси в I кв. 2005 р. досягла величини 2,59 проти 3,03 в 2004 р., а за наступні 2 міс. 2005 р. (квітень і травень) залишалася, по суті, незмінною, низившись всього на 0,11.

В цілому з певною часткою ймовірності можна стверджувати, що в частині формування пропозиції грошей можна очікувати певних змін, які частково означилися, наприклад, ще в квітні 2005 р., хоча дане питання на цей час має багатофакторний вимір. Так, на міжбанківському валютному ринку обсяг операцій з продажу валют перевищував обсяг операцій з купівлі на 1,8%. Це фактично вже могло бути наслідком того, що підвищення офіційного курсу гривні щодо долара США, який зріс порівняно з березнем на 4,3%, почало переорієнтовувати суб'єктів господарювання на більш широке використання національної валюти. З іншого боку, ревальвація гривні та окремі заходи щодо зниження рівня митного захисту економічного простору України роблять імпорт економічно вигіднішим, особливо якщо враховувати, що ріст внутрішніх цін сприяв прискореному зростанню імпорту порівняно з експортом (це, власне, триває й досі і, як вважається багатьма експертами, матиме місце до кінця 2005 р.). У свою чергу прискорений ріст імпорту, порівняно з експортом, формуватиме підвищений попит на валюту, що вестиме, за певних умов, до зниження курсу національної валюти.

Свого часу, на початку 2005 р., мали місце сподівання, що вказані зміни могли бути результатом місячних коливань, але, за даними Національного банку України, у травні також спостерігалось перевищення обсягу продажу валюти над купівлею вже на 6,1% проти 1,8% у квітні. При цьому динаміка співвідношень між експортом та імпортом за січень–травень 2005 р. (у відсотках до відповідного періоду 2004 р.) поки що не давала підстав на зворотні твердження. Експорт на цей час зріс на 110,6%, а імпорт – на 124,9%, і хоча сальдо експорту-імпорту товарів ще залишалось позитивним і становило за 5 міс. 2005 р. 79,5 млн дол. США, але за таких умов його динаміка досить швидко – вже за підсумком вересня 2005 р. – стала негативною. Це означає, що динаміка міжнародних резервів НБУ за рахунок такого співвідношення буде скорочуватися. Разом з тим це не єдина тенденція, яка може



мати і зворотний, порівняно з попередніми роками, вплив на курс валюти і рівень міжнародних резервів. Для політики курсоутворення важливо надалі враховувати поведінку населення і суб'єктів господарювання, яка означилася після березня 2005 р., а також і можливі наслідки шоку цін на газ, що, можливо, матиме місце вже в 2006 р., що у свою чергу може змінити всі передбачення в принциповому відношенні. Але спочатку все по порядку.

Насамперед спробуємо передбачити поведінку населення, якщо тенденція, яка проявилася в січні–травні 2005 р., мала б місце і надалі. Враховуючи, що населення має досить значний за обсягами запас валюти, який, за деякими оцінками, може навіть перевищувати резерви НБУ, у разі наявності тенденції до укріплення курсу національної валюти, як це було на початку 2005 р., може виникнути бажання "позбавитися" валюти і в основному орієнтуватися на гривню. У результаті це ще більше сприяло б укріпленню гривні та підвищенню ефективності імпорту. У такому разі експортери загалом "потерпали б" від втрати цінової конкурентоспроможності на фоні зниження попиту на деякі основні товари нашого експорту на світових ринках.

Таким чином, на випадок значного підвищення валютного тиску зростає б і грошова пропозиція, яка збільшувала б інфляцію, оскільки до цього додавалися, крім охарактеризованих вище тенденцій, ще й додаткові запозичення бюджету, які вже в першому півріччі 2005 р. мали величину близько 1 млрд дол. США. У другому півріччі 2005 р. Уряд продовжує їх збільшувати, бо до цього його підштовхують надмірні соціальні витрати бюджету, що мають місце і у 2005 р., і запроєктовані на 2006 р. Сюди ж мають бути віднесені і очікувані, в достатньо великих розмірах, кошти від приватизації, оскільки в нових умовах щодо неї явно матимуть пріоритет закордонні суб'єкти господарювання, що підтвердилося в результаті повторної приватизації "Криворіжсталі" (для викупу валюти після її продажу знадобилася навіть додаткова емісія).

При певному розкладі означених тенденцій вважається, що до кінця 2005 р. в країну повертатимуться також кошти, вивезені напередодні президентських виборів 2004 р., які теж позитивно впливатимуть на зростання пропозиції валюти. Хоча слід зауважити, що багато із означених факторів у своїй дії можуть змінитися з точністю до навпаки. Причиною таких змін може стати зміна поведінки багатьох суб'єктів господарювання, населення і держави, оскільки ще з середини 2004 р. в економіці України спостерігалися уповільнення економічної динаміки і підвищення інфляції, хоча на рівень останньої значно впливають і фактори затратного характеру (зростання цін на нафту, очікуване зростання цін на газ і т. д.). Це, зі свого боку, підсилуватиме загрозу девальвації, яка в нинішніх умовах призведе, у свою чергу, до втрат суб'єктами господарювання, що мають кредити у валюті (до березня 2005 р. кредити в іноземній валюті зростали швидше за кредити у національ-



ній валюті). У разі здорожчання іноземної валюти виникнуть труднощі в обслуговуванні кредитів, що може спровокувати якщо не масове банкрутство, то економічну та фінансову нестабільність, оскільки станом на серпень 2005 р. вимоги Національного банку України за наданими кредитами без урахування рефінансування банків в іноземній валюті на кінець періоду майже в 1,7 раза перевищували відповідні кредити у національній валюті. При цьому враховані кредити як уряду, так і суб'єктів господарювання. Що стосується вимог банків за кредитами, наданими в економіку України, то за видами валют кредити в іноземній валюті становили 41,1% до суми всіх кредитів на цей період, а відносно довгострокових кредитів їх частка в іноземній валюті на кінець серпня 2005 р. становила понад половину всіх довгострокових кредитів (51,0%), причому порівняно з 2004 р. вона зросла на 2 відсоткових пункти. Крім того, існуюча загроза підвищення рівня інфляції внаслідок прискореного зростання цін на газ може значно затягувати ситуацію не тільки 2006 р. і головне – саме в 2006 р. спровокувати як значне зростання цін, так і спад виробництва.

Враховуючи зазначене вище, разом з тим маємо виходити з того, що нам необхідні такі рішення в державній регуляторній макроекономічній політиці, які б дозволили, у разі все ж таки забезпечення стабільності і недопущення шокового зростання цін, зберегти якщо і не такі високі темпи економічного зростання, що мали місце в останні 5 років (за 2000–2004 рр. – понад 8% у середньорічному вимірі), то, принаймні такі, що наближуватимуться до 6% в середньорічному вимірі. Крім того, необхідні й інші регуляторні заходи поза межами макроекономічного змісту, про які має йтися окремо, оскільки це стосується майже всіх сфер економічного життя. Таке не можна здійснити в даній статті, бо це зробить її занадто великою за обсягом, проте наведемо тільки один приклад.

В Україні має місце надмірна диференціація в рівнях розвитку окремих регіонів при їх значній адміністративно-територіальній невпорядкованості. Попереду – процес підготовки відповідної реформи, який вимагає перегляду підходів, оскільки в політиці економічного зростання регіональна політика не може ґрунтуватися на перерозподілі коштів з метою вирівнювання існуючої диференціації, бо падає ефективність використання ресурсів, а значить, регіональна політика такої спрямованості негативно впливає на економічне зростання, і особливо його характер. Це означає, що адміністративно-територіальна реформа повинна бути такою, що справлятиме позитивний вплив замість існуючого негативного (через переважно прямий перерозподіл ресурсів з метою вирівнювання). На сьогодні місцеві бюджети у значній мірі відчувають дефіцит фінансових ресурсів і невідповідно має місце постійне збільшення трансферів з державного бюджету.



Зазначене питання є предметом спеціального розгляду і аналізу. Однак проблема полягає не лише в зміні підходів до бюджетного планування на рівні регіонів. Зауважимо, що, за результатами досліджень фахівців Інституту економіки та прогнозування НАН України, на середину 2005 р. в місцевих бюджетах склалася досить загрозлива ситуація. Йдеться про те, що безперервні спроби збільшити доходи населення через бюджет призвели до того, що в багатьох місцевих бюджетах видатки по цих статтях досягли майже 90-відсоткової величини. На тлі цього місцеві бюджети у 2005 р. активізували процес власних запозичень, при цьому муніципальні запозичення масово здійснюються за кордоном. Наприклад, Київська міськдержадміністрація у 2003 р. випустила єврооблігації на суму 150 млн дол. США; у 2004 р. – розмістила на міжнародному ринку семирічні єврооблігації обсягом 200 млн дол. США. У 2005 р. Київ знову зробив єврооблігаційну позику на суму 250 млн дол. США. Проте за умов подальшого уповільнення темпів зростання існує небезпека формування фінансових пірамід на рівні окремих регіонів. І навіть за умов їх невиникнення існує серйозний фактор ризику для майбутніх капітальних вкладень місцевих бюджетів на найближчі 5–7 років, бо більшу частину навіть зростаючих доходів бюджету з часом необхідно буде спрямовувати вимушено на обслуговування боргів, а це позбавляє можливості збільшення ролі місцевих бюджетів не тільки у підвищенні, а навіть у збереженні економічного зростання, що суперечить завданням економічної політики держави в цілому.

У разі розгортання подій за песимістичним сценарієм, в силу порівняно високої ролі трансфертів у формуванні місцевих бюджетів, доведеться для обслуговування боргів використовувати ресурси центрального бюджету, який, у свою чергу, і так є соціально перевантаженим і містить загрозу незбалансованості. Все разом призведе до погіршення інвестиційного клімату, оскільки тиск місцевої влади на центральну буде важко нейтралізувати, якщо врахувати, що банкам вигідніше і надійніше давати в борг місцевим органам влади, ніж надавати кредити, у тому числі і бізнесу, оскільки такі борги братиме на себе, зрештою, держава. Саме тому відсутність здійснення державою суворого та ефективного контролю за місцевими позиками може стати ще одним фактором ризику як для банківської системи, так і для місцевих і державного бюджетів, а значить, дестабілізації фінансової системи.

Ситуація в цілому у сфері державних фінансів вимагає зміни підходів у бюджетній сфері в цілому. Хоча після повторної приватизації "Криворіжсталі", на перший погляд, склалася ситуація, що начебто дозволяє не турбуватися про доходи бюджету. Проте слід детальніше повернутися до суті цієї проблеми, оскільки ми не маємо права на перспективу робити бюджет залежним від доходів з приватизації, бо остання не є безкінечною, а збільшення поточних витрат вже увійшло і входить у базу і надалі, тому що для виконання зобов'язань перед виборцями, у зв'язку з наступними виборами у Вер-



### Цінова конкуренція чи цінова стабільність...

ховну Раду у 2006 р., необхідні будуть додаткові соціальні витрати бюджету, але високі соціальні зобов'язання не мають поки що бази за рахунок економічного зростання, а база від приватизації є вичерпною у часі. Відтак у перспективі для забезпечення економічного зростання доведеться знижувати податкові навантаження, а це означає, що бюджет на тому рівні соціальних зобов'язань, який є і який закладається на майбутнє, буде як приватизаційно залежним, так і залежним від додаткових державних запозичень. Останні (якщо вони будуть), на нашу думку, слід здійснювати не на зовнішньому (як це має наміри і реально здійснює уряд), а на внутрішньому ринку, оскільки ситуація із зовнішніми запозиченнями в цілому в Україні не така оптимістична, як здається на перший погляд (про це детальніше йтиметься нижче). До того ж слід враховувати негативний досвід внутрішніх запозичень у першій половині 2005 р., коли останні конвертувались у зовнішні, оскільки були здійснені у нерезидентів. До кінця 2005 р., якщо такі будуть, та й у 2006 р. слід здійснювати запозичення передусім у населення України, яке має заощадження (між іншим, останні динамічно зростали протягом першого півріччя 2005 р.) та у суб'єктів господарювання, а також у банківської системи, яка має достатню ліквідність, а тому її відносний надлишок може бути використаний без негативного впливу на рівень кредитування реального сектора економіки, зменшуючи при цьому вимоги щодо стерилізації грошової маси.

За умов, що складаються в цілому, у подальшому за певних обставин, які були вище названі, можливе повторення того, що відбулося в першому півріччі 2005 р., коли як суб'єкти господарювання, так і населення вимушено несли втрати від здійснюваної макроекономічної політики.

*По-перше*, населення в переважній своїй більшості, як відомо, намагається завжди диверсифікувати заощадження з метою мінімізації можливих втрат від зростання цін. Останні в 2005 р. прискорили своє зростання порівняно з 2004 р., тому гривневі заощадження, особливо ті, що не були вкладені в банках, знецінювалися.

*По-друге*. Довіра до іноземної валюти, яка склалася в часи підвищеної доларизації економіки України вела до збереження значного рівня "доларизації" заощаджень. Зобов'язання банків за коштами, залученими на рахунки суб'єктів господарювання та фізичних осіб в іноземній валюті станом на серпень 2005 р. становили 36,0% усіх зобов'язань банків. Що стосується строкових депозитів, то питома вага коштів в іноземній валюті суб'єктів господарювання і населення становила 27,0%. Крім того, значна доларова маса ще продовжує знаходитися у населення, виконуючи роль і платіжного засобу, і заощаджень, бо довіра до національної валюти, хоча й зросла, але не є стійкою. Це зумовлено як попередніми кризами, так і загостреннями в банківській системі, що відбулися, наприклад, під час виборів Президента Ук-



раїни наприкінці 2004 р., тому населення продовжує зберігати певну недовіру до національної валюти і національної банківської системи.

Ревальвація гривні до долара, що мала місце в першому півріччі 2005 р., особливо знецінила доларові заощадження у населення, хоча в дійсності деяка їх частина відновилася внаслідок вересневого–жовтневого 2005 р. коливання курсу гривні у зворотному напрямку. У цілому така нестабільність протягом одного року викликає певну невизначеність в поведінці населення та спроби знайти інші можливості унеможливлення своїх витрат, оскільки порівняно висока інфляція, з одного боку, і процес ревальвації – з іншого – загнали у першій половині 2005 р. населення і суб'єкти господарювання в новий глухий кут, знецінюючи як заощадження, так і оборотні кошти. Це не могло не призвести до зростання цін, наприклад, на житло, землю, особливо в приміських зонах великих міст, які є більш надійним засобом збереження заощаджень. При цьому експертні оцінки продовжують підтверджувати продовження такої тенденції, принаймні, як до кінця 2005 р., так і в 2006 р., бо економічна модель, що ґрунтується на збільшенні попиту без збільшення пропозиції, призводить до зростання цін та дестабілізації економіки.

Ситуація, яка складається в макроекономічному відношенні на перспективу (перш за все, у другому півріччі 2005 р. та у 2006 р.), може за певних умов підштовхувати до розвитку саме в напрямках, про які йшлося вище, при тому, що матиме місце продовження звуження інвестиційного попиту в умовах як економічної, так і політичної невизначеності (на порозі нові вибори – на цей раз у Парламент України). В результаті всього того, що відбулося під час виборів Президента і за наслідками економічної політики після них нагромадження основного капіталу разом з приростом запасів за підсумком 5 міс. 2005 р. становили лише 15–17% ВВП проти 20,2% при зміні матеріальних оборотних коштів на -1,1%, що є надзвичайно низьким показником. У той час як нам для забезпечення стабільно високих темпів зростання слід спочатку мати рівень нагромадження, принаймні, до 25%, а потім – і до 30% ВВП.

За 10 міс. 2005 р. має місце гальмування темпів зростання, яке, між іншим, спостерігається ще з квітня 2004 р. Оскільки уповільнення економічної динаміки не лише не вдалося здолати, а навпаки, – спостерігається його збільшення, то, як відомо, почали проявлятися і загрози макроекономічної нестабільності при значній інвестиційній пасивності. В цілому, по суті, виникла знову проблема відновлення стабільності та її підтримки на майбутнє. Для цього, як завжди в політиці стабілізації, має бути визначений її якір. В якості останнього може пропонуватися або стабільний валютний курс, або стабільність цін при певній волатильності курсу. Вибір між цими двома "якорями" є далеко не однозначним як через імовірні наслідки, так і відповідно до можливих надходжень валютних коштів, оскільки у результаті мож-



ливого збільшення значної за своїм рівнем пропозиції іноземної валюти курс національної валюти може вимушено зміцнюватися. Наслідками такої зміни будуть прискорене зростання імпорту і зниження темпів росту експорту та сповільнення економічного зростання. Разом з тим за певних обставин можливим наслідком буде поштовх до структурних змін в економіці, які, у свою чергу, супроводжуватимуться ростом безробіття. У частині позитивних змін очікується, що така стратегія зумовить переорієнтацію як населення, так і суб'єктів господарювання до більш широкого використання національної валюти за ширшим спектром її функцій з одночасним підвищенням довіри до гривні та здешевленням обслуговування боргів і кредитів.

Між іншим, можливий шок з боку цін на газ може змінити ситуацію в принципово іншому напрямку, коли резерви НБУ доведеться використовувати для хоча б деякого нівелювання негативних наслідків зростання цін на газ та забезпечення енергетичної безпеки. В такому разі ситуація на багатьох ринках – грошово-кредитному, валютному, енергоносіїв, окремих видів продукції – теж зазнаватиме шоківих струсів. Але оскільки на сьогодні не відомі ні нові умови торгівлі, ні бази, на якій шукаються компроміси, автор на час підготовки статті свідомо опускає розгляд такого сценарію. Ми виходимо все ж таки з того, що ситуація залишиться контрольованою і передбачуваною.

Процес більш вільного курсоутворення і вибір в якості якоря стабільних цін досліджувався фахівцями Інституту економіки та прогнозування НАН України шляхом аналізу міжнародного досвіду. Результати, наприклад, у Польщі, яка з 1990 р. пройшла, по суті, всі режими курсоутворення, за твердженням провідного наукового співробітника Інституту економіки та прогнозування Т.Кричевської, показали, що зміцнення злотого у 2000 р. супроводжувалося сповільненням темпів зростання ВВП до 3,3% та 2,3% відповідно в третьому і четвертому кварталах цього ж року та зниженням приросту вкладень в основний капітал до 1,6 та 1,7%. Відбувалося зміцнення злотого і в період з жовтня 2000 р. по червень 2001 р. У цей період були низькі макроекономічні ризики в економіці Польщі і високі оцінки її міжнародним рейтинговим агентством, і відповідно зростали прямі іноземні інвестиції. Разом з тим у цей же період відбувалося і значне сповільнення темпів зростання ВВП, а саме: 2,43% в першому кварталі 2001 р. та 0,9% у другому при одночасному падінні валових вкладень в основний капітал на 13,1 та 12,5% відповідно.

Ці процеси мали довгострокові негативні наслідки. Навіть коли почалося знецінення злотого в 2002 р., ВВП в цілому зріс всього на 1,4%, а валове нагромадження капіталу і валові вкладення в основний капітал знизилися відповідно на 6,8 і 5,8%. Спостерігалось знецінення злотого і в 2003 р., саме тому вже в 2003 р. орієнтовані на експорт галузі, дали найбільший приріст, але це не стало аргументом на користь підтримки знеціненої польської валю-



ти. Третій період ревальвації (зміцнення золотого), за даними Т.Кричевської, мав місце в період з травня 2004 р. до березня 2005 р. – до долара США та з жовтня 2004 р. до лютого 2005 р. – до євро. Як результат, зміцнення золотого знову супроводжувалося сповільненим зростанням ВВП – з 6,1% у другому кварталі до 4,9% в третьому та 4,0% в четвертому 2004 р.; 2,1% – у першому кварталі 2005 р. Дані опитувань, що проводяться Національним банком Польщі серед підприємств, все ще свідчать про те, що зміцнення обмінного курсу перешкоджає їх розвитку. Отже можна зробити висновок, що за політику зміцнення валютного курсу за вказаний період Польща заплатила зниженням темпів економічного зростання і, по суті, мала безперервні коливання макроекономічних індикаторів у той чи інший бік. На нашу думку, це призводило до втрати орієнтирів для бізнесу, а отже, і зниження активності. Наведений висновок підтверджується і прикладом Чехії – 2002 р. став роком найбільшого зміцнення чеської національної валюти, але в той же час – найнижчих темпів зростання ВВП – лише 1,5%.

При цьому слід також враховувати, що універсальних параметрів оптимальної інфляції не існує. Останні скоріше визначаються інституційними особливостями економіки, ніж рівнем грошової пропозиції в них. Наприклад, у минулому десятиріччі 10-відсоткова інфляція не відвернула іноземних інвесторів від Китаю, а для Словенії 8–9-відсоткове зростання цін в 2000–2003 рр. не стало перешкодою для завершення переговорів про приєднання до Євро-союзу. До сказаного вище: аргументи про те, що для вступу до СОТ та інших міжнародних організацій нам необхідно якомога більше знизити інфляцію, про що часто стверджується, не є сприйнятливими. Слід уміло вести свій переговорний процес, як це роблять інші країни.

Звернемося далі також до інших прикладів щодо змін у підходах макроекономічної політики в частині збереження макроекономічної стабільності і підтримки економічного зростання. За даними журналу "Експерт"<sup>1</sup>, США вже декілька років поспіль домагаються підвищення курсу юаня. Подібні вимоги США та МВФ ставлять і ряду інших країн Східної Азії. На думку директора Вашингтонського інституту світової економіки Ф.Бергатена, азіатські країни, занижуючи валютний курс через нагромадження валютних резервів, не виконують своєї ролі в процесі глобальної структурної перебудови, необхідної для зниження американського торгового дефіциту. Ідея американської влади ґрунтується на поступовому подорожчанні юаня порівняно з долларом, яке повинно зменшити американський імпорт із Китаю, стимулювати американський експорт у Китай. За даними того ж журналу, історія повторюється: у 1980-ті рр. головним винуватцем щодо цього була визнана Японія (її переконали ревальвувати єну). За даними авторів О.Власової, В.Попова,

<sup>1</sup> Див.: Експерт. – 2005. – № 25. – С. 17.



А.Хорбаєва, у статті "Великий похід" у цитованому вище номері журналу "Експерт" небезпідставно також стверджується, що у 1990-ті рр. зростання в Японії, фактично, не було, а причиною цього, як вбачають багато економістів, була ревальвація національної валюти Японії в другій половині 1980-х рр. Дійсно, на думку цих авторів, занижений валютний курс через нагромадження резервів є могутнім інструментом для прискореного розвитку країн, яким важко добитися підвищення темпів росту іншими заходами, і які не можуть швидко створити ефективні ринкові інститути. Нагромадження резервів часто є останнім доступним резервом стимулювання зростання.

Слід мати на увазі також, окрім вищезгаданого, що при значній тенденції до укріплення національної валюти, тобто її ревальвації, слід очікувати і масової переорієнтації населення у бік національної валюти. На перший погляд, як оцінюється, така тенденція сприяє збільшенню довіри населення до національних грошей, що небезпідставно за своїми позитивними наслідками. Проте у разі змін, особливо шокового характеру, така тенденція буде вимушеною, оскільки знецінюватимуться як легальні в банках, так і позабанківські доларові заощадження. За таких умов до чотирьох зазначених вище умов підвищення пропозиції іноземної валюти (державні запозичення та запозичення місцевих влад на зовнішніх ринках, надходження від приватизації власності іноземними суб'єктами і позитивного поки що сальдо зовнішнього торговельного балансу) додається п'ята – масове позбавлення населенням і суб'єктами господарювання іноземної валюти, що знецінюється. В результаті обов'язковими стануть такі складові:

– підвищення пропозиції національної валюти і, як наслідок, зростання внутрішніх цін замість очікуваного їх спаду у випадку ревальвації, як це прогнозується. Особливо це стає очевидним на ринках житла, нерухомості, землі. Стрімкі зміни відбудуться і на споживчих ринках;

– зростання ефективності імпорту і задоволення за рахунок останнього внутрішнього попиту, що зростатиме;

– загрози надкритичного підвищення боргових зобов'язань і, як наслідок, можливість фінансової дестабілізації;

– зниження рівня позитивного сальдо торговельного балансу і перехід його із позитивного стану в негативний, тобто від'ємний. Це може за певних обставин спричиняти до зниження рівня валютних резервів, але при можливих, тобто очікуваних, розмірах валютних надходжень, в першу чергу від приватизації, навряд чи збалансує приплив з відпливом, а в результаті матиме місце негативний вплив на економічне зростання.

На основі наведених узагальнених висновків можна стверджувати: обставини, що обумовлювали дії Національного банку України в першій половині 2005 р. в частині укріплення національної валюти та інших обмежувальних заходів у грошово-кредитній політиці, були викликані необхідністю



реалізації зусиль у напрямі досягнення відповідної цінової стабільності, рівень якої наприкінці 2004 р. та у першій половині 2005 р. викликав серйозну занепокоєність. Разом з тим НБУ був не в змозі власними силами зберегти стабільність, оскільки першочергово підвищення інфляції було результатом, перш за все, реалізації амбіційних за масштабами соціальних програм.

За січень–квітень поточного року Міністерство фінансів продало державних облігацій внутрішньої позики на загальну суму 5,6 млрд грн при річному плані розміщення 6,9 млрд грн. У квітні 2005 р. обсяги розміщення становили 2,9 млрд грн. Уряд офіційно оголосив про початок заміщення дорогих боргових зобов'язань більш дешевими: надходження від розміщення середньострокових державних облігацій спрямовувалися на дострокове погашення ОВДП, які знаходяться в портфелі НБУ. У квітні на вказані цілі було спрямовано понад 1 млрд грн.

Внаслідок проведення зазначених операцій передбачається досягти суттєвої економії бюджетних коштів на відсоткових виплатах, оскільки заборгованість за ОВДП НБУ обслуговується за ставкою 12% річних, а нові випуски середньострокових облігацій розміщуються за ставкою 5,7% річних.

Однак при проведенні такої політики не враховується, на думку Т.Вахненка (Інститут економіки та прогнозування НАН України), що зменшення видатків бюджету фактично досягається за рахунок підвищення ризиків боргової позиції Уряду. Йдеться про те, що заборгованість Уряду перед НБУ є найменш ризиковою складовою державного боргу України, а облігації внутрішньої позики, що емітуються у дедалі більше зростаючих обсягах з метою заміщення заборгованості перед НБУ, являють собою нестабільне джерело позичкового фінансування. Адже розширення ринку внутрішніх державних облігацій в Україні відбувалося за рахунок мобільного і важко передбачуваного для поведінки капіталу нерезидентів, який до того ж розраховує отримати премію і за рахунок ревальвації гривні. З січня 2005 р. державні облігації на внутрішньому фінансовому ринку реалізуються значною мірою нерезидентами України. Так, за повідомленням Міністерства фінансів України, на первинному аукціоні з розміщення державних облігацій 19 квітня поточного року (на якому було залучено понад 2,2 млрд грн) близько 60% облігацій було придбано нерезидентами України. За даними НБУ, у першому кварталі 2005 р. іноземні портфельні інвестиції на внутрішньому фінансовому ринку України досягли 500 млн дол. США.

Очікування ревальвації та фактичне підвищення вартості національної валюти в номінальному виразі стимулювали масштабний приплив іноземних капіталів на ринок боргових зобов'язань уряду (при ревальвації номінального курсу прибутковість фінансових вкладень нерезидентів визначається не лише номінальними відсотковими ставками, а й зміною курсових співвідношень). Проте зростання внутрішнього державного боргу перед нерезидентами Украї-



ни несе серйозну загрозу для стабільності державних фінансів у середньостроковій перспективі: хоча загальна ситуація з державними борговими зобов'язаннями і поліпшилася, але існують негативні тенденції у сфері зовнішньої заборгованості в цілому.

Так, за результатами досліджень Т.Вахненко, у 2004 р. суб'єкти господарювання України швидкими темпами накопичували зовнішні борги. За 2004 р. зовнішні зобов'язання резидентів України збільшилися на 6,8 млрд дол. США. Зовнішня заборгованість комерційних банків станом на 1 січня 2005 р. досягла 2,6 млрд дол., а нефінансових підприємств – 14,5 млрд дол. Таким чином, обсяги зовнішнього корпоративного боргу в 1,4 раза перевищили зовнішню заборгованість держави, а сумарна величина зовнішнього національного боргу сягнула 30,6 млрд дол. США. Протягом першої половини 2005 р. продовжували інтенсивно вестися запозичення суб'єктами господарювання як у реальному, так і фінансовому секторах економіки, хоча масштаби таких запозичень для аналізу сьогодні нам невідомі.

Разом з тим, навіть без урахування вказаних змін, ще з другої половини 2004 р. у валютно-кредитній сфері, за думкою Т.Вахненко, почали спостерігатися негативні тенденції:

- обсяги сумарного зовнішнього боргу держави і підприємств упритул наблизилися до критичного рівня;
- частка короткострокового боргу залишалася високою;
- борги нефінансових корпорацій стрімко зростають;
- зовнішня заборгованість держави почала швидко збільшуватися за внутрішньоборговими операціями.

Якщо звернутися до результатів, які складаються в частині боргових залучень в Україні в цілому і можливих їх наслідків, можна побачити, що вже в першій половині 2005 р. Україна за рядом показників наблизилася до певного рівня критичної межі при врахуванні боргових зобов'язань приватного сектора. В окремих випадках експерти вважають, що боргові зобов'язання приватного сектора не є загрозливими, але у світі з другої половини 1990-х рр. (при посиленні ролі приватного сектора у залученні зовнішніх фінансових ресурсів) валютні кризи стали саме наслідком боргових криз приватного сектора.

Порівнюючи середні критичні значення зовнішньоборгових показників з відповідними даними для України станом ще на початок січня 2004 р., у своїй записці для Уряду України Інститут економіки та прогнозування НАН України попереджає, що:

- обсяги зовнішнього національного боргу України вже перевищили середнє значення для кризових країн (46,9% ВВП проти 43,5% ВВП);



- розміри довгострокового корпоративного боргу в Україні ще не досягли рівня країн, де мали місце масові дефолти корпоративних позичальників, але вже впритул наблизилися до середнього значення для кризових країн (10,3% ВВП проти 12,1% ВВП);
- величина зовнішнього короткострокового боргу корпоративних позичальників України суттєво перевищила середнє значення для кризових країн (16% ВВП проти 8,4% ВВП).

У той же час, порівнюючи розміри зовнішньої заборгованості України відносно експорту товарів і послуг з відповідними показниками кризових країн, доходимо висновку, що має місце більш обнадійлива ситуація, оскільки, наприклад, зовнішній борг у середньому для країн, які пережили фінансову кризу, становив у відношенні до експорту 175%, у той час як для України цей показник становив 77%.

Для України таке співвідношення є результатом не низького рівня зовнішньоторгового навантаження, а аномально високої частки експорту у ВВП України. Разом з тим звертаємо увагу, що у разі подальшої ревальвації гривні, коли падає зростання ВВП, прискорюється імпорт і, навпаки, знижується темп росту експорту. Боргові залучення у вільно конвертованій валюті, збільшуючи потенціал ревальвації, разом з тим підвищують загрозу валютної нестабільності. Оскільки Україна вже наблизилася до критичних рівнів зовнішньоторгового навантаження на основі використання методу міжнародних порівнянь, ми дійшли висновку, що **для недопущення деструктивного впливу зовнішньої заборгованості на стабільність фінансової ситуації і збереження умов для стабільного економічного зростання і в середньостроковій перспективі в Україні розміри зовнішнього національного боргу не повинні перевищувати 50% ВВП.** Це є позицією Інституту економіки та прогнозування НАН України.

Крім можливих додаткових валютних надходжень через всі зазначені канали, ресурсом збільшення грошової пропозиції і фактором можливої подальшої ревальвації гривні є ще один особливий фактор, який не завжди постійно присутній в інших країнах. Йдеться про трансферти валюти як легальні, так і нелегальні від працюючого населення за кордоном України для підтримки сімей, що залишилися в Україні. Приватні опитування в західних областях України та за кордоном, які здійснювалися особисто автором, свідчать, що в середньому сім'я від працюючих за кордоном членів родини отримує на місяць до 100 дол. США. У перерахунку на рік ця величина становить на одну особу 1,0–1,2 тис. дол. США. Якщо виходити з того, що, за різними оцінками, в середньому щорічно працюють за кордоном від одного до трьох мільйонів українців, то трансферти працюючого населення можуть скласти величину, близьку до 2 млрд дол. США. Це стосується тільки тих коштів, які використовуються як поточний платіжний засіб для задоволення



повсякденних проблем членів сімей, що залишилися проживати в Україні. Слід сказати, що це, на нашу думку, мінімальна величина переказів грошей в Україну. За певних обставин вона може значно зрости в 3–4 і навіть більше разів, якщо Україна стане привабливою для розвитку малого та середнього бізнесу, тобто інвестиційно привабливою. Авторські спостереження за результатами діяльності трудових мігрантів за кордоном (наприклад, в Італії) показали, що місячні заощадження можуть становити від 200–300 дол. США до 400–500 дол. США. У перерахунку на річні обсяги заощаджень, зрозуміло, що їх величина сягає декількох мільярдів доларів. Все це спонукає автора до певних висновків.

*По-перше*, це значно більше, ніж щорічний приплив іноземних інвестицій.

*По-друге*, у разі нормалізації інвестиційного клімату це є інвестиційним ресурсом України, доходи від якого будуть залишатися в Україні, а не вивозитися іноземними інвесторами.

*По-третє*, ці люди вже пройшли значний період адаптації до роботи в ринковій економіці і набули досвіду.

*По-четверте*, це активна частини населення, яка є мобільною і може бути готовою до діяльності.

*По-п'яте*, на сьогодні доходи від "експорту робочої сили" фактично залишаються в країнах перебування, у той час як вони вкрай необхідні в Україні.

*По-шосте*, наприклад, в Польщі свого часу саме ці люди відіграли значну роль у підйомі польської економіки; є приклади й інших країн.

У підсумку варто зазначити: для того, щоб вказані кошти стали суттєвим інвестиційним ресурсом в Україні, слід подбати про захист таких заощаджень у банківській системі, про захист українців та їх пенсійне і медичне забезпечення, про стабільність інвестиційного клімату, можливість їх вільного ввезення і використання для власного бізнесу, що сприятиме економічному зростанню. В цілому на шляху забезпечення умов підвищення економічного зростання залишаються без відповіді ряд питань, пов'язаних, перш за все, із загрозою збільшення інфляції, оскільки політика стабільного (або близького до нього) валютного курсу в якості послабленого інфляційного таргетування при збільшенні валютної пропозиції збільшує пропозицію грошей в національній економіці. Це сприятиме підвищенню інфляційного тиску, хоча, як ми вже зазначали вище, першочергова загроза інфляції в Україні в даний час пов'язана з надмірними витратами соціального характеру, бо тільки за перше півріччя 2005 р., за даними НБУ, реальні грошові доходи зросли на 26,2%, в той час як за відповідний період 2004 р. – на 10,2%, реальна заробітна плата зросла на 14,7% проти 8,9% у 2004 р. (перше півріччя), а соціальні допомоги реально зросли у першому півріччі 2005 р. на 72,9% проти 11,2% у першому півріччі 2004 р. І це при тому, що у 2004 р.



зростання ВВП склало понад 12%, а в 2005 р. очікується всього на рівні 3%. Таким чином, зростання доходів населення, особливо в 2005 р., значно випереджає і зростання продуктивності праці, і ресурсні можливості економіки, і зростання ВВП при значному зниженні темпів росту капіталовкладень. Продовження на майбутнє політики зростання соціальних витрат, особливо у 2006 р., разом з тим може перекреслити всі заздалегідь висловлені оцінки, перш за все, щодо валютної пропозиції. Не виключено, що загроза інфляції і нестабільності зумовить в економіці України тенденцію збереження високого рівня доларизації економіки.

Оскільки економіка України в даний час є інвестиційно залежною, першочергово постає питання про інвестиційний клімат і динаміку інвестицій. Досвід економічної політики деяких країн (наприклад, Китаю, Гонконгу), які дотримувалися політики стабільного курсу і нагромадження капіталу при зростанні валютних резервів, свідчить, що, хоча при цьому і зростала грошова пропозиція, що задовольняла інвестиційний попит, але не вела до росту інфляції. Вона забезпечувала власне інвестиційний характер розвитку і відповідно структурну перебудову, зростання продуктивності праці і експансію експорту на зовнішніх ринках.

Варто зазначити, що уряди східноазійських країн в цілому досить дбайливо ставляться саме до інвестиційного клімату, що, згідно з аналізом А.Ельянова<sup>2</sup>, потребує:

- продуманої системи мотивацій і привілеїв, щоб привести інвестиції в найбільш перспективні види діяльності, що визначалися урядами;
- додаткових пільг і субсидій;
- зниження ставок по кредитах;
- "розведення" цін внутрішнього і зовнішнього ринків;
- ліцензій на безмитний імпорт дефіцитної промислової продукції;
- жорстких завдань з розвитку експорту промислових товарів;
- прив'язки пільг до конкретних зобов'язань.

Доцільно також зауважити, що з метою досягнення пріоритетності інвестування перед проїданням необхідно задіяти податкові пільги. При цьому йдеться не тільки і не стільки про пільги малому і середньому бізнесу, з якими ми не впоралися протягом 2005 р., переглянувши бюджет цього року, а про надання пільг пріоритетним сферам розвитку, що здійснюються на основі великих інвестиційних проектів. Цей підхід використовують і сьогодні у світі як високорозвинені, так і менш розвинені країни. Для прикладу: з метою прискорення розвитку високотехнологічних сфер Франція надавала пільги авіакосмічним підприємствам, а Китай як країна, що тільки прискорює розвиток високотехнологічного сектора, надає пільги тим підприємствам, які

<sup>2</sup> Див.: Экономические стратегии. – 2005. – № 1. – С. 37.



здійснюють високотехнологічний експорт. Причому пріоритетними в даний час можуть бути не тільки високотехнологічні галузі, а, наприклад, й сільське господарство. По суті йтиметься про розвиток тих видів діяльності, що мають першочергове або економічне, або соціальне, або науково-технічне значення. В цій частині Україна явно не визначилася і, за даними наших досліджень, має надмірну кількість програм, які не може реалізувати, розпорошуючи при цьому ресурси і не добиваючись результату.

Висока інвестиційна активність і значне економічне зростання досягаються в результаті високої норми нагромадження, підвищення якої мотивується завдяки активній підтримці приватних інвестицій державою, а також розвиненій системі привілеїв і мотивації у часі до розвитку пріоритетних сфер діяльності, визначених Урядом для приватного бізнесу, втручання у співвідношення внутрішніх і зовнішніх цін при стримуванні динаміки росту споживання, що відстає від росту сукупної доданої вартості, на фоні макроекономічної стабільності. Вказане було складовими економічної політики зростання східноазійських країн, що домоглися серйозного прогресу в другій половині ХХ ст. на відміну від латиноамериканських країн, які пережили, по суті, два втрачених десятиліття. Основоположним у цьому, як ми бачимо, була зміна співвідношення між політикою нагромадження і споживання на користь першої за рахунок формування сприятливого інвестиційного клімату, чого на скажеш про реалії економічної політики 2005 р., коли пріоритет, з одного боку, було надано збільшенню соціальних витрат (сукупні соціальні трансферти за 7 міс. 2005 р. перевищували ріст заробітної плати на 11%). Крім того, реальні наявні доходи з урахуванням інфляції за 9 міс. 2005 р. зросли на 22,2%, у той час як ВВП зріс всього на 3,1%. З іншого боку, було зроблено все, щоб погіршити інвестиційний клімат в Україні, перш за все, за рахунок дестабілізаційних заходів в частині визнання прав власності. Останнє було настільки дестабілізуючим фактором, що вже на кінець 2005 р. почали вестися розмови на найвищому державному рівні про необхідність амністії, яка б остаточно закріпила права власників на майбутнє.

Поряд з розв'язанням проблем утвердження інституту приватної власності, що безперечно позитивно впливатиме на інвестиційний клімат для ефективності капіталовкладень і відповідного прискорення динаміки росту ВВП, а значить, і розширення бази для соціальних програм, державі необхідно:

- переорієнтуватися на підтримку розвитку людського капіталу, який забезпечить використання адекватних технологій, що ведуть до зростання продуктивності праці і відповідного збільшення її оплати на цій основі;
- поєднати участь держави і бізнесу в реалізації інфраструктурних проєктів і проєктів спільного інвестування за визначеними пріоритетними напрямками як на державному, так і регіональному рівнях;



- знизити рівень ризикованості розвитку бізнесу за рахунок розв'язання проблем інституційного забезпечення збереження і нагромадження основного капіталу шляхом капіталізації прибутків замість домінуючих до цього процесів роздержавлення (часто привласнення);
- запровадити пільговий механізм підтримки інвестиційної активності бізнесу, в тому числі і шляхом надання податкових пільг, переходу по прискореній амортизації та ін.

У результаті покращання інвестиційного клімату інвестиційний попит стане ресурсом збільшення попиту на гроші, що балансуватиме їх пропозицію, оскільки остання, як вже вище вказувалося, може зростати за рахунок процесів, які багато в чому є скороченими для України. Серед них: трансферт валюти від експорту робочої сили (обсяги останнього вже на сьогодні складають величину до 4,0 і навіть більше мільярдів доларів США на рік); зниження рівня доларизації економіки в силу поступового зміцнення національної валюти (тільки у населення на руках знаходиться, за різними оцінками, до 10 млрд дол. США); іноземні капіталовкладення (щорічна сума прямих іноземних інвестицій може досить швидко досягти 2–3 млрд дол. США); корпоративні та муніципальні позики за кордоном (величина їх може щорічно сягати теж 2–3 млрд дол. США); кошти від приватизації, особливо великих підприємств, які на даному етапі будуть активно надходити від нерезидентів, що мають намір придбати власність в Україні (як показав досвід продажу "Криворіжсталі", сума таких надходжень може сягати величини теж в декілька мільярдів доларів США). Як видно, за певних умов тиск на грошову пропозицію в Україні буде в найближчі роки доволі значним, навіть якщо врахувати, що можливо вже у 2006 р. сальдо експорту-імпорту буде від'ємним. А тому, оскільки у 2006–2007 рр. значного вивезення прибутків іноземними власниками ще не спостерігатиметься, для підтримки стабільного курсу гривні, цінової конкурентоспроможності і макроекономічної стабільності необхідною альтернативою буде активна інвестиційна діяльність, за рахунок якої збільшуватиметься пропозиція на ринках товарів і послуг, відповідно зростатиме ступінь монетизації економіки та нівелюватиметься загроза підвищення інфляції.

В іншому разі для зменшення загрози прискорення інфляції доведеться замість стабільного валютного курсу використовувати індекс цін в якості якоря стабільності, водночас підсилюючи курс національної валюти. Це знижуватиме рівень цінової конкурентоспроможності. До того ж слід врахувати, що остання більш динамічно впливає на співвідношення експорту-імпорту, ніж процеси структурної перебудови, які відбуваються більш повільно, хоча в них у довгостроковому відношенні економіка любої країни є більш зацікавленою. Тому в частині розв'язання проблем дуалізму між підтримкою цінової конкурентоспроможності та цінової стабільності для забез-



печення економічного зростання необхідно буде знаходити, як завжди, золоту середину, оскільки впадати в крайнощі є занадто небезпечним. Саме тому навіть високорозвинені країни періодично використовують або політику підсилення, або політику послаблення курсу національної валюти, залежно від існуючих умов та факторів, що визначають розвиток економіки країни.

Варто мати на увазі, що в Україні інвестиційна діяльність багато в чому залежатиме і від ступеня розвитку фондового ринку та відповідного підвищення капіталізації економіки. Останнє є запорукою того, що збільшення грошової пропозиції не призводитиме до підвищення інфляції, оскільки зростаюча грошова маса дедалі більше обслуговуватиме фондовий ринок, рівень капіталізації якого є явно недостатнім, особливо якщо враховувати, що з 2002 р. намітилося зменшення навіть його номінальної капіталізації. Так, станом на 01.01.2002 р. рівень капіталізації становив 30,9% ВВП, а вже на 01.01.2004 р. цей показник знизився до 28,4%. До того ж слід зважати на надзвичайно низьку частку торгів в його організованій частині (декілька відсотків до обсягу угод), що, зрозуміло, знижує ступінь попиту на грошову масу, що обслуговує ринок цінних паперів в Україні – на відміну від країн, які інтенсивно розвивають цю діяльність, збільшуючи обсяги капіталу, що втягнутий в оборот і має ринкову оцінку вартості і ефективності його використання.

Ще одним напрямом збільшення попиту на зростаючу пропозицію грошей у разі чергового збільшення валютних надходжень є подальше підвищення капіталізації таких фінансових ринків, як ринки банківських і страхових послуг. У сукупності, за нашими оцінками, у середньостроковій перспективі ступінь монетизації економіки може зрости, принаймні, в 1,5 і навіть 2 рази без загрози неконтрольованого прискорення інфляції.

Загалом інвестиційна активність, розвиток фінансових ринків вестимуть до зростання економіки за рахунок нагромадження капіталу і на цьому підґрунті підвищення рівня задоволення соціальних потреб. Саме тому забезпечення стабільності валютно-курсової політики, з одночасним поглибленням підходів до підтримки бізнесу та його заохочення до інвестиційної діяльності на основі покращання інвестиційного клімату підвищать інвестиційний рейтинг країни перед іноземними кредиторами, що розширить можливості і для іноземного інвестування. У підсумку матимемо накопичення капіталу, зростання ВВП, стабільність країни, високу зайнятість і збільшення реальних доходів.

