

Тягар держави, економічний розвиток та українські реалії

Владислав ЗИМОВЕЦЬ,

завідувач відділу фінансів реального сектора
ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАНУ"

На тлі світових тенденцій держава в Україні є занадто дорогою для суспільства, яке змушене сплачувати їй більшу, ніж в інших країнах данину у формі податків. Надмірний тягар держави на економіку в Україні не існував завжди. До середини 2000-х рр. Україна досягла достатньо великого прогресу у звільненні від державного тягара. Але під впливом несприятливого збігу макрофінансових (фінансова криза 2008-2009рр.), інституціональних (домінування популістів у політиці) та геополітичних (окупація частини території сусідньою державою) чинників з середини 2000-х Україна фактично зупинила лібералізацію фіскальної політики. Упродовж останніх 15 років фіскальна політика в Україні формувалась під впливом популізму та антиліберальних ідей про необхідність посилення ролі держави в економіці. Це спричинило повзучу фіскальну експансію і поступово перетворило Україну на "дорогу" державу (у сенсі надмірного одержавлення фінансової системи). Послаблення тягара держави в Україні на сьогодні є актуальним, але складним для реалізації завданням, адже зачіпає економічні інтереси багатьох. У цій роботі показано масштаби надмірного тягара держави в Україні під кутом міжнародних порівнянь та стратегічні завдання щодо його послаблення.

Теоретичний огляд: "дорога" держава як гальмо економічного розвитку. Ключова роль держави в економіці – не питання, яке може бути поставлене під сумнів. Інститут держави є основою для формування у країні умов для ведення бізнесу та економічного зростання. Втім, якщо виконання функцій держави стає занадто дорогим для суспільства, вона перетворюється на гальмо економічного розвитку. У сучасній літературі "дорога" держава є добре дослідженим феноменом. Ш.Бланкарт (2000) звертає увагу на довгострокову тенденцію збільшення державних витрат¹, пояснюючи це тим, що державна бюрократія стала потужним двигуном генерування державних проєктів, програм та ін., називаючи цей процес "прогресуючою експансією держави". Негативно оцінював "посилення ролі держави в економіці" В.Ойкен, який вважав, що втягнення держави в економічну діяльність спричиняє її переродження в економічну державу². Він визначав як ключове завдання – встановлення "господарського порядку", який забезпечує конкуренцію, унеможливорює тиск на державу з боку груп бізнес-інтересів.

Парадокс в тому, що дискурс про посилення ролі держави в економіці активізується разом із зростанням економіки і підвищенням добробуту населення. Із зростанням економіки частка держави у перерозподілі ВВП має і повинна

зменшуватись за умови, що держава не бере на себе додаткових зобов'язань. Всупереч цьому, усвідомлюючи можливості збагачення, які відкриває контроль над зростаючим державним бюджетом, політичні еліти перекомують суспільство у необхідності багатьох речей, про які раніше мова не велася. Висувається теза про ускладнення соціально-економічних систем, які потребують дедалі більшого регулювання та контролю з боку держави. Не забувають при цьому і про традиційні вже "провали ринку". Помічено, що із зростанням економіки вартість ліквідації цих провалів для суспільства збільшується.

Упродовж останніх десятиліть питання надмірних державних витрат та їх впливу на економічний розвиток було у центрі уваги багатьох дослідників. Міжнародні порівняння упродовж тривалого періоду підтверджують, що зростання державних витрат негативно впливає на економічний розвиток. У роботі Афонсо, Шукерт, Танци (2003)³ доведено, що оптимальний розмір частки державних витрат у ВВП не повинен перевищувати 40% ВВП.

У фінансовому вимірі розмір держави обчислюється як відношення державних витрат до ВВП і залежить від функцій держави, які закріплені законом, та ціни державних послуг для суспільства. Відповідно до класифікації Опаріна, Федосова, Юхименка (2017) модерна держава

¹ Бланкарт Ш. Державні фінанси в умовах демократії. К.: Либідь, 2000, сс.92, 201.

² Гутник В. Теория хозяйственного порядка. Фрайбургская школа и немецкий неолиберализм – М.: Экономика, 2002, 482с.

³ Afonso A., Schuknecht L., Tanzi V. Public Sector Efficiency: an International Comparison. – <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwp/scpwp242.pdf>.

виконує дві групи функцій – державницькі (захисна й управлінська підфункції) й суспільні (соціальна, економічна й екологічна підфункції). За змістом державницькі функції є базовими, а суспільні – компліментарними. Розмір держави залежить від типу її соціальної політики і характеризується рівнем податкового одержавлення ВВП (мінімальний – 25-30%, середній – 35-45%, максимальний – 50-55%)⁴.

Якщо за державою закріплено зобов'язання щодо надання безкоштовних освітніх, медичних послуг та соціального захисту, її витрати є більшими. Обсяги таких витрат залежать від інституціональних чинників. Хабер і Перотті (2008)⁵ показали, що в умовах демократії антиліберальні концепції мають набагато ширшу підтримку, аніж ідеї лібералізму, оскільки основна частина населення – це наймані працівники. Тому виникає таке явище, як демократичний корпоратизм – *вимушене проведення антиліберальної, популістської політики*. Фон Мізес (1999) чудово пояснив походження антиліберальних настроїв, пов'язуючи їх з категорією людей ображених; нездатних нічого досягти в умовах ринку, які "прагнуть до соціального "благоустрою" за рахунок інших, хочуть отримати неконкурентним чином усі блага раз і назавжди"⁶.

Демократичний корпоратизм має давні історичні корені. Велика Депресія 1929-1932рр. сформувала масову підтримку антилібералізму, обмеження економічної свободи на користь посилення ролі держави. Така сама реакція мала місце і після останньої фінансової кризи 2008-2009рр., яку Джудіс (2017) назвав сплеском популізму, який полягає у "нацькуванні народу на еліту, яка не погоджується на компроміси"⁷. Демократичний корпоратизм означає, що електорат не підтримує ринковоцентричну фінансову систему і надає перевагу державоцентричній. Це є основним поясненням подорожчання держави та перетворення її на фінансовий тягар і гальмо економічного розвитку.

Крім надмірних соціальних трансфертів, які не "по кишені" державі, другою причиною зростання державних витрат є подорожчання функцій держави як такої. Відповідно до Барро (1991) у довгостроковому періоді саме надмірно висока вартість вказаних функцій для суспільства є причиною зростання процентних ставок і дестимулятором економічної активності⁸. Переконливі емпіричні підтвердження цій думці наведено у роботі Ачемоґли, Джонсон, Робінсон (2003), де показано, що країни з надмірними обсягами

державного споживання є потенційно фінансово нестабільними, мають волатильніші та повільніші темпи економічного зростання⁹. Фактором, який визначає обсяги державного споживання, є ціна державних послуг. Вона може бути завищеною у країнах, де поширені практики закупу півлі державою товарів і послуг за завищеними цінами. У таких країнах "подорожчання" послуг держави для суспільства відповідає інтересам владних еліт, які у такий спосіб збільшують можливості привласнення частини ВВП (концепт "екстракційної" держави).

Отже, усвідомлюючи ту шкоду, яку спричиняє для економіки збільшення державних витрат, політики все ж діють всупереч інтересам економічного розвитку країни тому, що це відповідає або їх особистим фінансовим інтересам (концепт екстракційної держави) або їх політичним інтересам (популізм і демократичний корпоратизм). Зупинити експансію держави можна шляхом законодавчого закріплення бюджетних правил щодо недопущення зростання державних витрат. Проте на практиці закріплення таких правил стикається з труднощами тому, що це прямо суперечить інтересам владних еліт, які контролюють екстракційну державу.

Розмір держави: фінансовий вимір. Для оцінки розміру держави у цій роботі застосовуються показники:

- рівень одержавлення ВВП, який обчислюється як відношення витрат загального уряду до;
- відношення валового державного боргу до ВВП;
- показник середнього розміру уряду, який обчислюється як відношення загальних обсягів державного споживання до ВВП.

Тенденції державних витрат не порівнюються із темпами зростання ВВП, що було б неприпустимим спрощенням стану справ. Втім, надмірні державні витрати з часом обов'язково ініціюють процес деформації фінансової системи. Як індикатор такої деформації використовується показник абсорбційної спроможності фінансової системи – *FSAR (Financial System Absorption Ratio)*, який обчислюється як відношення агрегата широких грошей до валового державного боргу (Зимовець (2010))¹⁰. Відповідно до нашої гіпотези, зниження показника означає **зростання дефіциту капіталу на внутрішньому фінансовому ринку і підвищення процентної ставки**.

⁴ Опарін В. Публічні фінанси: генеза, теоретичні колізії та практична концептуалізація. – Фінанси України, 2017р. – http://finukr.org.ua/docs/FU_17_02_110_uk.pdf.

⁵ Haber S., Perotti E. The Political Economy of Financial Systems. // Tinbergen Institute Discussion Paper. – <http://www.tinbergen.nl>.

⁶ Людвіг фон Мізес Индивид, рынок и правовое государство – СПб.: Пневма, 1999г., с.29.

⁷ Джудіс Джон Б. Великий вибух популізму. Як економічна криза змінила світову політику. / Харків: КСД, 2017, с.19.

⁸ Barro R. Economic growth in a cross section of countries. // Quarterly Journal of Economics. – <http://www.hec.unil.ch/ocadot/ECODEVdocs/barro-robert.pdf>.

⁹ Acemoglu D., et al. Institutional Causes, Macroeconomic Symptoms: Volatility, Crises and Growth. / Journal of Monetary Economics, 2003, №50, p.57.

¹⁰ Зимовець В.В. Державна фінансова політика економічного розвитку. – К.: Ін-т екон. та прогнозув., 2010р., 413с.

Вплив подорожчання держави на фінансову систему та економічний розвиток країни оцінювався за допомогою таких показників:

- коефіцієнт витіснення *COR (Crowding-out Ratio)*, який обчислювався шляхом ділення показника “чисті вимоги до центральних органів державного управління” на показник “чистий внутрішній кредит”. Цей показник є відображенням частки внутрішнього кредиту, який використовується на покриття кумулятивного дефіциту публічних фінансів на конкретний момент у часі;
- коефіцієнт виснаження банківської системи – *BSEER (Bank System Exhausting Ratio)*, який обчислюється як відношення вкладень банків (комерційних і центрального) в фінансування державного боргу до загального обсягу джерел фінансування банківської системи. Коефіцієнт показує, яка частина власних і залучених фінансових ресурсів банківської системи фактично була іммобілізована на утримання держави.

Для оцінювання наслідків негативного впливу “дорогої” держави на економічний розвиток використовуються показники структури капіталу сектора нефінансових корпорацій, які відображають реакцію бізнесу на подорожчання держави та адаптацію його фінансових моделей до занепаду фінансового сектора країни.

Світові тенденції “подорожчання” держави для суспільства. Упродовж останніх 50 років загальною світовою тенденцією були швидші відносно ВВП темпи зростання державних витрат (таблиця “Відношення витрат загального уряду до ВВП у 1969-2018рр.”¹¹). Статистичні дані про відносні обсяги державних витрат поділено на три умовні періоди – перший до початку “ліберальної” (умовно – 1980р.), другий – період лібералізації фінансових відносин 1981-2008рр., третій – після кризи 2008-2009рр. і дотепер.

У багатьох країнах пік одержавлення економіки припав на кінець 1970-х рр. ХХ ст. (Нідерланди, Велика Британія, Німеччина, Франція). У результаті на межі 1980-х рр. ХХ ст. рівень державного перерозподілу ВВП у вказаних країнах перевищив 45% ВВП. Такий рівень одержавлення економіки був нечувано високим для того часу і ставав дедалі відчутнішим гальмом економічного розвитку. Економіки цих країн втрачали конкурентоспроможність через те, що податки на працю і капітал були вищими ніж в інших країнах. Починаючи з 1980р. Нідерландам, Великій Британії і Німеччині вдалося зупинити прогресуюче одержавлення економіки і стримати зростання державних витрат. У 2018р. вартість держави для суспільства у них знизилась порівняно із 1980р.

Однак, не в усіх країнах епоха одержавлення змінюється епохою звільнення від тягара держави. Яскравим прикладом країн, які не спромоглися стримати зростання державних витрат, є Італія та Франція, що пояснюється потужним супротивом груп впливу та популізмом. Лідером по темпах подорожчання держави у розглянутій групі є також Іспанія. Врешті, “подорожчання” держави у довгостроковому періоді завжди зумовлює збільшення державного боргу, що згубно впливає на бізнес, адже канали кругообігу капіталу блокуються тромбами – інвестиційно привабливими низькоризикованими державними цінними паперами. Не дивлячись на доречність і необхідність стримування державних витрат, за останні 50 років це вдалося зробити єдиній країні – Нідерландам. Невипадково, саме у цій країні відбулася перша буржуазна революція. Пристойні результати також у США та Великої Британії, вартість держави у яких є найнижчою.

Має значення також і структура державних витрат. Відповідно до Барро (1991) у довгостроковому періоді саме надмірно високий рівень

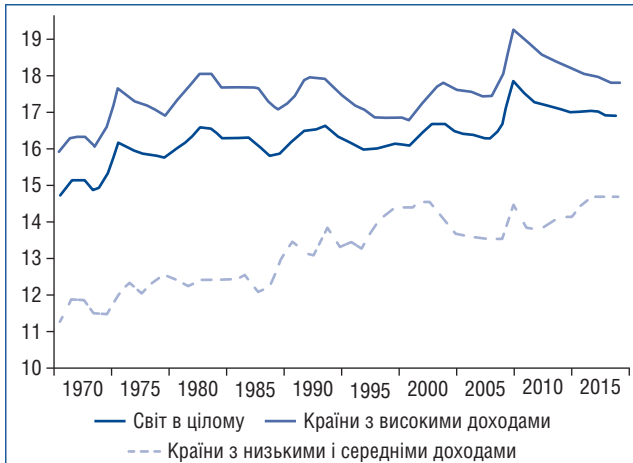
Відношення витрат загального уряду до ВВП у 1969-2018рр., % ВВП

Країна	1969	1980	2007	2018	Зміни			
					1969-1980	1981-2007	2008-2018	Разом
Франція	21,5	46,0	52,6	55,9	24,5	6,6	3,2	34,4
Іспанія	12,3	16,3	39,2	41,7	4,1	22,9	2,5	29,4
Швеція	28,7	41,0	51,0	47,1	12,3	9,9	-3,9	18,4
Японія	19,8	33,5	33,4	37,7	13,7	0,0	4,3	17,9
Італія	32,1	40,8	47,6	48,4	8,7	6,8	0,8	16,3
Німеччина	29,7	48,2	43,5	44,6	18,5	-4,7	1,1	14,9
Туреччина	20,5	25,5	33,3	34,5	5,0	7,8	1,2	14,0
США	31,3	34,3	36,8	37,8	3,0	2,6	1,0	6,6
Велика Британія	39,2	47,6	43,9	40,9	8,4	-3,8	-2,9	1,7
Нідерланди	42,1	55,2	45,3	41,3	13,1	-9,9	-3,9	-0,7

¹¹ IMF Data. – <https://data.imf.org/?sk=a0867067-d23c-4ebc-ad23-d3b015045405&slid=1544448210372>.

державного споживання є причиною зростання процентних ставок і низької економічної активності, що пригнічує економічний розвиток¹² (діаграма “Кінцеве споживання загального уряду за групами країн”¹³).

Кінцеве споживання загального уряду за групами країн, % ВВП



У середньому у світі вартість послуг держави для суспільства (за показником кінцевого споживання загального уряду) з 1970 по 2018рр. зросла з 14,7% до 16,9 % ВВП. Вищою є вартість послуг держави у країнах з високими доходами – вона зросла за вказаний період з 16,0% до 17,8% ВВП. Країни з низькими та середніми доходами не можуть собі дозволити таку дорогу державу – вартість державних послуг у таких країнах коштувала суспільству 11,3% ВВП в 1970р. і 14,7% ВВП у 2018р.

У таблиці “Вартість” держави для суспільства”¹⁴ показано довгострокові тенденції вартості державних послуг в окремих зарубіжних країнах.

З 1970р. по 2018рр. не допустити подорожчання державних послуг вдалося лише США, у яких їх вартість знизилась з 17,96% до 14,14% ВВП. Також вдалося стримати зростання вартості державних послуг Великій Британії, де їх частка у ВВП практично не змінилась. Найдорожчими державами у цьому вимірі є країни Європи, які реалізують соціально-орієнтовану модель економічного розвитку, у яких вартість державних послуг є наближеною до або перевищує 20% ВВП.

Отже, “вартість” держави залежить від рівня і моделі економічного розвитку країни. Проведені міжнародні порівняння показали, що можливості стримування зростання “вартості” держави існують, що підтверджується прикладами окремих країн. Втім, у разі, якщо у країні реалізується соціально-орієнтована модель економічного розвитку, стримати зростання державних витрат виявляється складно (європейські країни). Вищий рівень державних витрат врешті спричиняє зростання державного боргу, погіршуючи інвестиційні рейтинги країн і перспективи їх економічного розвитку.

На тлі загальносвітових тенденцій Україна є “дорогою” державою за ключовими параметрами. Далі буде розглядатися те, як надмірні державні витрати і нерозсудлива фіскальна політика загальмували економічний розвиток України.

“Вартість” держави в Україні: тенденції і наслідки для економіки. На початку перехідного періоду Україна мала непогані стартові умови для економічного розвитку. Втім, упродовж наступних 30 років країна втратила стартові позиції. Натепер за рівнем економічного розвитку вона значно відстає від сусідніх східноєвропейських країн. Якщо на початку 1990-х рр. ВВП на одну особу за ПКС у міжнародних поточних доларах в Україні, в цілому у світі та у Польщі був

“Вартість” держави для суспільства, % ВВП

Країна	1970	1980	2007	2018	Зміни			
					1971-1980	1981-2007	2008-2018	Разом
Швеція	20,40	27,43	24,31	26,02	7,03	-3,13	1,71	5,62
Нідерланди	18,27	23,05	23,23	24,24	4,78	0,18	1,00	5,97
Франція	17,00	21,05	22,43	23,41	4,05	1,39	0,98	6,41
Євро зона	15,36	19,13	19,65	20,56	3,77	0,53	0,91	5,20
Велика Британія	17,79	21,36	19,64	18,50	3,57	-1,71	-1,14	0,71
Італія	15,03	16,55	19,03	19,02	1,52	2,48	-0,01	3,99
Японія	11,12	14,66	17,95	19,75	3,55	3,28	1,80	8,63
Німеччина	16,25	20,89	17,86	19,90	4,63	-3,03	2,05	3,65
Іспанія	9,87	13,61	17,71	18,62	3,74	4,10	0,91	8,75
США	17,96	15,88	15,21	14,14	-2,09	-0,66	-1,08	-3,83
Туреччина	10,59	11,55	13,50	14,83	0,97	1,95	1,33	4,25

¹² Barro R. Economic growth in a cross section of countries. // Quarterly Journal of Economics. – <http://www.hec.unil.ch/ocadot/ECODEVdocs/barro-robert.pdf>.

¹³ Світовий банк. – <https://data.worldbank.org/indicator/NE.CON.GOV.T.ZS>.

¹⁴ Світовий банк. – <https://data.worldbank.org/indicator/NE.CON.GOV.T.ZS>.

приблизно однаковим – близько \$5,7 тис., то в 2018р. Україна мала ВВП на особу \$9,0 тис., що значно менше, ніж у світі в цілому (\$16,6 тис.) та більш ніж утричі менше, ніж у Польщі (\$30,4 тис.). Серед багатьох причин такого економічного провалу не останнє місце займає “дорога” нерациональна та неефективна держава, переобтяжена державними боргами і такими зобов’язаннями з

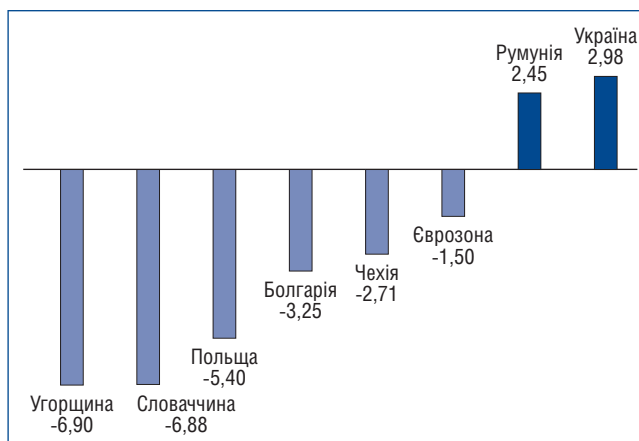
фінансування соціальних програм, які не відповідають ані її фінансовим можливостям, ані рівню економічного розвитку. Ретроспективні порівняння вартості держави в Україні з показниками європейських країн підтверджують думку про надмірну “вартість” держави для суспільства в Україні (таблиця “Відношення витрат загального уряду до ВВП у 1998-2018рр.”¹⁵).

Відношення витрат загального уряду до ВВП у 1998-2018рр., % ВВП

Країна	1998	2003	2008	2013	2018	Зміни 1998-2008
Єврозона	48,60	48,10	47,00	49,30	47,10	-1,50
Угорщина	51,22	48,66	48,78	49,02	44,32	-6,90
Україна	38,35	35,64	42,67	46,51	41,33	2,98
Словаччина	47,27	42,36	36,79	42,15	40,39	-6,88
Чехія	42,44	46,34	39,51	42,96	39,72	-2,71
Польща	44,69	45,49	41,86	40,99	39,28	-5,40
Болгарія	40,04	38,87	34,41	36,62	36,80	-3,25
Румунія	32,05	32,43	32,50	32,58	34,50	2,45

Витрати загального уряду в Україні були неадекватно великими упродовж останніх 15 років, перевищуючи 40% ВВП, що є характерним для країн із високими доходами. За останні два десятиліття з-поміж усіх східно-європейських країн жодна, окрім України та Румунії не допустила подорожчання держави. Втім Румунія утримує її вартість в межах розсудливих 35% ВВП. Єдиною країною Східної Європи, яка має дорожчу державу, ніж Україна, є Угорщина. Але за останні 20 років цій країні вдалося значно послабити тягар держави на 6,9% ВВП. Загалом усі розглянуті європейські країни з більшим або меншим успіхом упродовж останніх 20 років проводили виважену, розсудливу фіскальну політику щодо здешевлення вартості держави (діаграма “Зміна “вартості” держави у європейських країнах в 1999-2018рр.”¹⁶).

Зміна “вартості” держави у європейських країнах в 1999-2018рр. (витрати загального уряду до ВВП,%)



Отже існує чітка невідповідність між вартістю держави для суспільства в Україні і рівнем її економічного розвитку. Головною причиною цього є те, що ідеологія ліберальних реформ щодо

скорочення сфер державного впливу на економіку в Україні була реалізована лише частково. Це пояснюється інерційністю держави як системи, яка зберегла більшість негативних рис, притаманних російсько-радянській соціокультурній парадигмі: зневага до бізнесу, всевладдя номенклатури та її корумпованість.

Навіть у таких умовах за показником кінцевого споживання загального уряду, Україні вдалося досягти відчутного прогресу упродовж першої декади після кризи 1998-1999рр. (таблиця “Вартість” держави для суспільства у постсоціалістичних країнах Європи та країнах зони євро в 1998-2018рр.”¹⁷). До 2008р. “вартість” держави для суспільства в Україні знизилась до 17% ВВП, що було кращим показником серед розглянутої групи країн. Показовим є те, що Україні вдалося піднятися з останнього місця на перше місце у вказаній групі.

Упродовж 2010-2018рр. як проукраїнські, так і промосковські політичні еліти, сперечаючись за контроль над державою, використовували суто популістські гасла щодо збільшення державних витрат, які потім доводилось виконувати задля збереження влади. Наслідком цього стало подорожчання держави для суспільства до 20,8% ВВП. У групі розглянутих європейських країн Україна знову повернулася на перше місце за показником “вартості” держави, залишивши позаду навіть країни зони євро. У 2018р. держава в Україні коштувала суспільству на 3% ВВП більше, ніж у Польщі, і на 4% ВВП більше, ніж у Болгарії та Румунії.

Ретроспективний огляд за останні 30 років (з 1989р. по 2019р.) показав, що вартість держави для суспільства в Україні за показником кінцевого

¹⁵ IMF Data. – <https://www.imf.org/external/datamapper/datasets/FPP>.

¹⁶ IMF Data. – <https://www.imf.org/external/datamapper/datasets/FPP>.

¹⁷ Світовий банк. – <https://data.worldbank.org/indicator/NE.CON.GOVV.ZS>.

“Вартість” держави для суспільства у постсоціалістичних країнах Європи та країнах зони євро в 1998-2018рр., % ВВП

Країна	1998	2003	2008	2013	2018	Зміни 1998-2008
Україна	24,6	18,1	17,0	18,6	20,8	-3,8
Європейський Союз	19,7	20,4	20,3	21,3	20,7	1,0
Чеська Республіка	19,3	22,3	19,4	20,2	20,0	0,7
Угорщина	20,9	23,0	21,4	19,8	19,7	-1,2
Словацька Республіка	23,2	20,7	17,5	18,0	18,6	-4,6
Польща	17,7	18,9	18,6	18,1	17,8	0,1
Болгарія	18,5	20,3	17,2	17,2	16,7	-1,7
Румунія	11,9	16,0	15,9	14,1	16,6	4,7

споживання загального уряду була вищою ніж у країнах з наближеним рівнем доходів – “низькі середні доходи” та світі в цілому. У 1989р. українці сплачували державі у вигляді податків на 1,4% ВВП більше, ніж у світі в цілому, і на 6,3% ВВП більше, ніж у країнах релевантної доходної групи (діаграма “Кінцеве споживання загального уряду в Україні порівняно з країнами світу”¹⁸). До 2018р. вказаний розрив збільшився – суспільство в Україні витратило на державу на 3,8% ВВП більше, ніж в середньому держава коштує у світі, і на 9,8% ВВП більше, ніж коштують держави у країнах доходної групи “низькі середні доходи”.

Кінцеве державне споживання загального уряду в Україні порівняно з країнами світу, % ВВП



У довгостроковому періоді подорожчання держави в Україні призвело до двох негативних наслідків. По-перше, це занепад фінансового сектора (падіння рівня монетизації ВВП). По-друге – це зростання боргової залежності держави (відношення валового державного боргу до ВВП). Отже, держава має все менше можливостей фінансувати дефіцит бюджету, рефінансувати та обслуговувати борги за рахунок внутрішніх заощаджень у грошовій формі. Саме на це вказує падіння коефіцієнта абсорбційної спроможності фінансової системи. Подорожчання держави завжди зумовлює падіння вказаного коефіцієнта у довгостроковому періоді, що спричинює зростання безризикової процентної ставки. У таких умовах плата бізнесу за капітал зростає, що пригнічує інвестиційну активність.

До фінансової кризи 2008-2009рр. Україна мала достатньо збалансовані обсяги державного боргу і грошової маси. У 2008р. грошова маса перевищувала державний борг в 2,7 рази (таблиця “Коефіцієнт абсорбційної спроможності фінансових систем постсоціалістичних країн”¹⁹).

Коефіцієнт абсорбційної спроможності фінансових систем постсоціалістичних країн, рази

	1998	2003	2008	2013	2018
Болгарія	0,3	1,0	3,0	3,3	2,9
Чеська Республіка	4,0	1,9	2,4	1,7	2,6
Польща	1,0	0,9	1,1	1,1	1,4
Румунія	2,0	1,3	2,6	1,0	1,2
Угорщина	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8
Україна	0,3	1,2	2,7	1,5	0,6

У наступну декаду фінансова система України поступово втратила потенціал для фінансування державного боргу, і в 2018р. займала останній рядок за показником абсорбційної спроможності. Фундаментальною причиною такого найгіршого результату стало зростання “вартості” держави та соціальних трансфертів. Остання причина також заслуговує на увагу, адже саме ця складова державних витрат підірвала стабільність публічних фінансів України.

Соціальні трансферти в Україні мають високу волатильність і завжди зростають наприкінці електорального циклу. Це є підтвердженням думки про глибокий вплив популізму і демократичного корпоратизму на фінансову систему. Потужні хвилі соціальних трансфертів накривали фінансову систему країни в 2004, 2009 та 2013рр. (діаграма “Соціальні трансферти в Україні, Польщі та Румунії в 2002-2018рр.”²⁰), що співпадало у часі із завершенням електорального президентського циклу. Починаючи з 2004р. і до 2013р. Україна

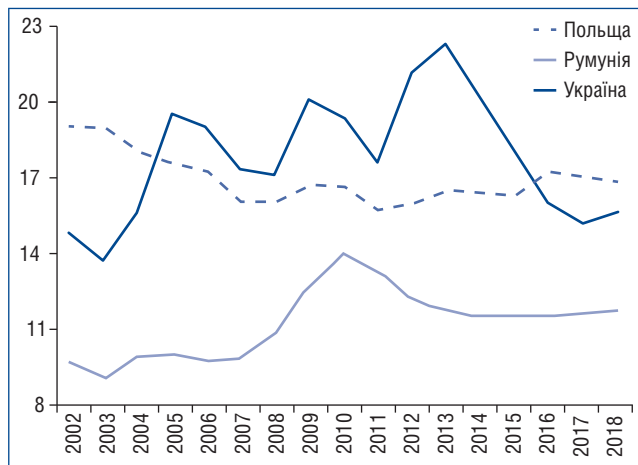
¹⁸ Світовий банк. – <https://data.worldbank.org/indicator/NE.CON.GOVV.ZS>

¹⁹ Позраховано автором за: World Development Indicators. – <https://data.worldbank.org/indicator/FM.LBL.BMNY.GD.ZS>; IMF Data. – https://www.imf.org/external/datamapper/CG_DEBT_GDP@GDD/SWE

²⁰ Обчислено за IMF Data. – <https://www.imf.org/external/datamapper/datasets/FPP>.

сплачувала більше соціальних трансфертів, ніж сусідні країни – Польща та Румунія, які за рівнем економічного розвитку значно її випереджають. У 2014-2018рр. відношення соціальних трансфертів до ВВП України знизилось з 22,2% до 15,6%, що вказує на пом'якшення згубного впливу таких виплат на стабільність фінансової системи, проценті ставки та інвестиційну активність.

Соціальні трансферти в Україні, Польщі та Румунії в 2002-2018рр., % ВВП



Вплив “дорогої” держави на фінансову систему і доступність капіталу. “Дорога” держава зруйнувала фінансову систему країни і загальмувала її економічний розвиток. Упродовж 2008-2018рр. абсорбційна спроможність фінансової системи України знизилась з 2,7 до 0,6, що є безпрецедентним у світовій практиці. Причинами “виснаження” фінансової системи стали втеча капіталу з країни і надмірний державний борг в іноземній валюті.

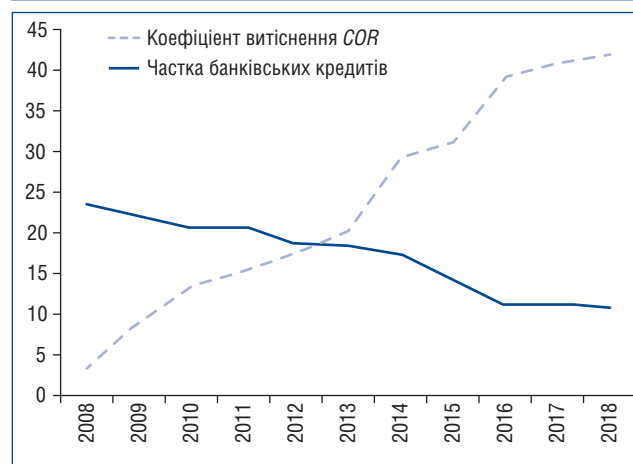
У 2014р. військова агресія недружньої країни спровокувала виведення капіталу з країни за допомогою відпрацьованих механізмів, які регулятор не був спроможний нейтралізувати. Виведення капіталів спровокувало банківську паніку, яка перетворилась на справжній “банкопад”. Дією регулятора у відповідь стала сумнозвісна кампанія з “очищення” банківської системи, яка не лише не зупинила втечу капіталу з банківської системи, але й прискорила її. Замість підтримки банків регулятор застосував процедури “виведення неплатоспроможних банків з ринку”. Унаслідок “очищення” банківської системи бізнесом та домогосподарствами було втрачено близько 400 млрд. грн., що відповідало 20,1% ВВП 2015р. Це відкинуло фінансову систему на 10 років назад за показником монетизації ВВП.

Водночас країні довелося розплачуватися за нерозсудливу фіскальну політику уряду в 2010-2013рр., сутність якої полягала у нарощуванні державного боргу в іноземній валюті, за рахунок чого фінансувались зростаючі державні витрати. У 2014-2015рр. на тлі знецінення гривні відбулося стрімке зростання державного боргу, значна частина якого була номінована в іноземній валюті. У результаті попит на фінансові ресурси з боку

держави зріс у рази, а їх пропозиція скоротилась. Це спричинило падіння показника абсорбційної спроможності фінансового сектора до критично низького рівня 0,6 в 2018р.

Для оцінювання впливу “дорогої” держави на банківське кредитування бізнесу в Україні коефіцієнт витіснення *COR* (*Crowding-out Ratio*) порівнюється із часткою банківського кредиту в загальній заборгованості підприємств корпоративного сектора (діаграма “Вплив ефекту витіснення на банківське кредитування бізнесу в Україні”²¹).

Вплив ефекту витіснення на банківське кредитування бізнесу в Україні, 2008-2018рр., % (на кінець року)



Упродовж 2008-2018рр. надмірні державні витрати спричинили поступове витіснення державою нефінансового бізнесу з кредитного ринку, на що вказує скорочення частки банківських кредитів у джерелах фінансування бізнесу. Об’єктивним наслідком посилення ефекту витіснення було поступове згортання банківського кредитування бізнесу в Україні. З 2008 до 2018рр. частка банківських кредитів у джерелах фінансування бізнесу зменшилась більш ніж удвічі – з 23,3% до 10,5%. Критично низьким є значення цього показника порівняно із країнами Європи. З 2008 до 2018рр. частка банківських кредитів у пасивах нефінансових корпорацій у країнах ЄС-27 скоротилась з 38,2% до 30,0%²². Тенденція до скорочення банківського кредитування бізнесу у Європі мала ті самі причини, що й в Україні (зростання державних боргів). Проте вища абсорбційна спроможність фінансових систем європейських країн пояснює помірніші темпи згортання банківського кредитування. У Польщі, яка не переобтяжена державними боргами, частка банківського кредитування у пасивах нефінансових корпорацій з 2008 до 2018рр. навіть зросла – з 30,4% до 30,7%. Отже, порівняно із країнами ЄС **бізнес в Україні в 2018р. отримувал менше банківських кредитів.**

²¹ Побудовано автором за даними Держстату України та НБУ.

²² Non-financial corporations – statistics on financial assets and liabilities. https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Non-financial_corporations_-_statistics_on_financial_assets_and_liabilities.

Існуючі диспропорції між наявними у країні фінансовими ресурсами та державним боргом вказують на високу вірогідність потенційного витіснення з фінансового ринку нефінансових корпорацій. На масштаби такого витіснення вказує показник виснаження банківської системи.

Виснаження банківської системи – наслідок подорожчання держави. Нагромаджені упродовж тривалого періоду диспропорції між попитом держави на фінансові ресурси (державний борг) та їх пропозицією на внутрішньому ринку є достатньою передумовою для виснаження банківської системи, яке полягає у поглинанні державою усе більшої частки її фінансових ресурсів (діаграма “Коефіцієнт виснаження банківської системи України”²³).



Результати обчислення коефіцієнта *BSEER* (*Bank System Exhausting Ratio*) показують прогресуюче виснаження банківської системи України. До 2008р. держава поглинала менше 10% фінансових ресурсів банківської системи, що є нормальною пропорцією, необхідною для підтримки банками ліквідності. Упродовж 2009-2016рр. частка, яку держава вилучала з банківської системи, постійно зростала і досягла 48,6% від загального обсягу ресурсів банківської системи. З 2017 по 2019рр. цей показник дещо знизився – до 37,3% завдяки збігу сприятливих тенденцій на фінансовому ринку (зростання грошової маси та скорочення ОВДП в активах банків).

Також сприяли відновленню банківської системи окремі позитивні тенденції щодо “здешевлення” держави для суспільства (скорочення частки соціальних трансфертів і витрат загального уряду у ВВП). Поступовий подальший вихід держави з внутрішнього фінансового ринку дасть поштовх до його розвитку та сприятиме відновленню роботи ринкових механізмів трансформації заощаджень в інвестиції. Втім, масштаби надмірно заморожених натепер (початок 2020р.) державою ресурсів все ще є критично великими. Державою іммобілізовано у такий спосіб внутрішні фінансові ресурси у майже 500 млрд. грн., або 12% ВВП 2019р. Отже, виснаження банківської системи не минуло, а лише дещо послабилось, а держава в Україні все ще занадто дорого коштує для суспільства.

Викривлені моделі фінансування бізнесу: реакція на надмірне втручання держави в економіку. Довгострокова тенденція до подорожчання держави в Україні обмежила доступ бізнесу до банківських кредитів. Зневіра бізнесу у можливості їх отримання на прийнятних умовах спричинила перегляд моделей фінансування і поширення альтернативних (неринкових) форм та інструментів залучення капіталу. Основною формою фінансування бізнесу поступово стають кошти, залучені на умовах комерційного кредиту та позик від інших юридичних та фізичних осіб. На діаграмі “Викривлена модель фінансування бізнесу в Україні”²⁴ вказані джерела представлені лінією “інші зобов’язання”, що відображає їх частку у пасивах підприємств сектора нефінансових корпорацій.



Різновекторні тенденції інших зобов'язань і власного капіталу тривали упродовж 2000-2016рр., і лише з 2017р. вирівнялися на критично високому і низькому рівнях. Критично високою стала частка інших зобов'язань у фінансуванні бізнесу, яка зросла з 43,7% до 67,2%. Отже, на початок 2019р. близько 2/3 активів нефінансового бізнесу в Україні фінансувалось за рахунок комерційного кредиту та непрозорих (схемних) каналів боргового фінансування. Склалась викривлена структура боргів підприємств, у якій домінують т.зв. “інші зобов’язання”, медіанний рівень частки яких у сукупному борзі підприємств на мікрорівні²⁵ упродовж 2007-2017рр. коливався в діапазоні 40-55%.

У такій моделі тіньове фінансування відіграє значну, а подекуди і ключову роль у забезпеченні життєздатності бізнесу. У значній частині

²³ НБУ. – <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial/data-sector-financial#1ms>.

²⁴ Розраховано автором за даними Держстату України.

²⁵ База даних включає 250 великих та середніх підприємств різних видів економічної діяльності, створена в ДУ “Інститут економіки і прогнозування НАН України” у відділі фінансів реального сектора в рамках виконання теми, яка фінансувалась Урядом України “Розвиток фінансів підприємств корпоративного сектора економіки України”. Державний реєстраційний №0116U00681.

“інші зобов’язання” не пов’язані із операційною діяльністю підприємств і є формою вливання тіншового капіталу. Тому частка власного капіталу у фінансуванні бізнесу постійно скорочується, адже її замінює квазіборговий капітал. З 2000 по 2018рр. частка власного капіталу у фінансуванні бізнесу на агрегованому рівні зменшилася більш ніж удвічі з 53,9% до 24,9 %. Небажання бізнесу збільшувати власний капітал є реакцією переважно на інституціональні чинники (ризик рейдерських захоплень, несправедливих судових рішень, що вказано у роботі Зимовець, Даниленко, Терещенко (2019)²⁶), а також є наслідком ухилення від оподаткування, виведення капіталу у тіншовий сектор і прогресуючої “офшоризації” фінансових відносин.

Подорожчання держави в 2005-2018рр. було компліментарним чинником спотворення моделей фінансування бізнесу. Переламним став 2005 рік, у якому частки власного капіталу і сурогатних джерел фінансування зрівнялися на рівні близько 45%, а решта припадала на банківські кредити. Показовим є те, що саме цей рік стає переламним і у трендах вартості держави за показником витрат загального уряду і соціальних трансфертів. Не проголошуючи офіційно антиліберальну ідеологію, держава де-факто її сповідувала, перетворюючись на державу “екстракційного” типу.

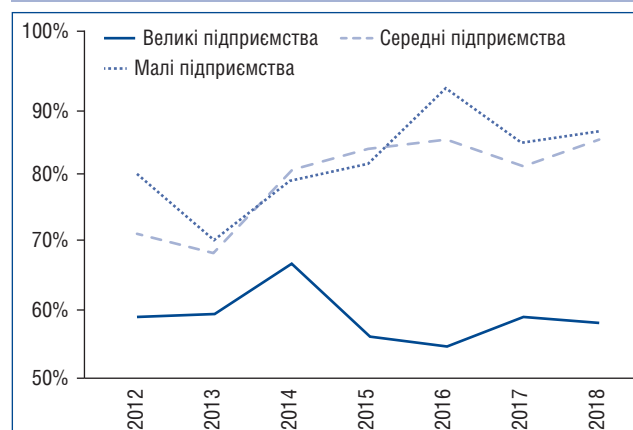
На таке зниження частки власного капіталу у фінансуванні бізнесу також вплинули високі валютні ризики, спричинені значною зовнішньою борговою залежністю держави. Раціональним рішенням бізнесу у відповідь на такі ризики була відмова від збільшення зареєстрованого капіталу, ніяк не захищеного від знецінення, та реформування фінансових моделей під вливання власних коштів у формі квазіпозик (через асоційованих осіб) або з офшорних компаній. Остання форма виглядала найбільш привабливою, адже захищала інвестора від валютних ризиків.

Обчислені на агрегованих статистичних даних показники структури капіталу показують лише загальну тенденцію змін у фінансуванні бізнесу. Для визначення осередків поширення викривлених моделей фінансування було проведено декомпозицію агрегованих показників за ознакою розміру підприємства, що дало змогу встановити концентрацію боргів у секторах малого та середнього бізнесу (діаграма “Боргова залежність нефінансового бізнесу у розрізі розмірів підприємств”²⁷).

Ретроспективний огляд тенденцій показника частки боргу у фінансуванні активів дав змогу встановити негетерогенність розподілу ризиків між великим, середнім та малим бізнесом в

Україні. Починаючи з 2014р. намітились різновекторні тенденції агрегованої боргової залежності великих, середніх та малих підприємств. Частка боргу у фінансуванні активів у групі великих підприємств упродовж 2014-2018рр. знизилась з 67% до 58%. Упродовж цього ж періоду частка боргового фінансування у групі середніх підприємств зросла з 67% до 85%, а у групі малих підприємств – з 80% до 85%.

Боргова залежність нефінансового бізнесу у розрізі розмірів підприємств, % активів



Подальша декомпозиція фінансових показників великого бізнесу на основі репрезентативної вибірки підприємств вказує на те, що великий бізнес застосовує дзеркально протилежні (за формою) моделі фінансування:

- більша частина підприємств застосовує захисні (консервативні) моделі фінансування. У такий спосіб великий бізнес уникає надмірної обтяженості боргами задля уникнення ризиків втрати ключових виробничих активів унаслідок рейдерства. Концептуально застосування таких моделей частково узгоджується із теорією ієрархії, яка наголошує на пріоритетності внутрішніх джерел фінансування над зовнішніми. Аналіз фінансових показників по вибірці підприємств показав, що такі консервативні моделі застосовує переважна частина підконтрольних ФПГ підприємств (70%);
- підприємства, які контролюються з офшорів (частка таких підприємств зросла з 26% в 2006р. до 36,4% в 2017р.), мають значно вищу боргову залежність порівняно з іншими великими підприємствами (діаграма “Частка боргу у фінансуванні великого бізнесу”²⁸). Упродовж 2014-2017рр. частка боргу у їх фінансуванні зросла з помірних 56% до критично високих 84%. Такі підприємства є генератором нестабільності у фінансовій системі України. У періоди фінансово-економічних

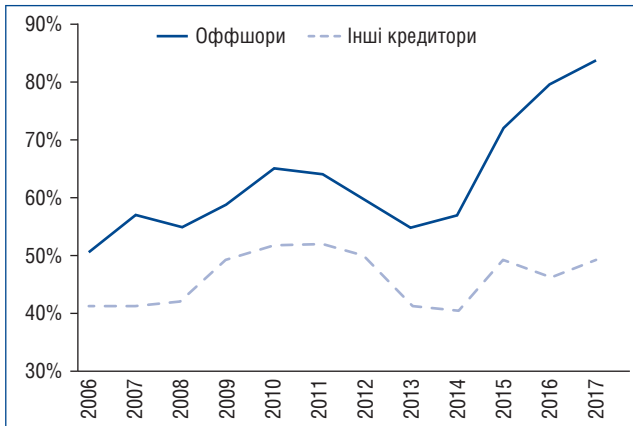
²⁶ Фінанси підприємств корпоративного сектора економіки України: колективна монографія / Зимовець В.В., Даниленко А.І., Терещенко О.О. та ін.; за ред. В.В. Зимовця; НАН України, ДУ “Інститут економіки та прогнозування НАН України”. – К., 2019, с.35-42, <http://ief.org.ua/docs/mg/311.pdf>.

²⁷ Розраховано автором за даними Держстату України.

²⁸ Розраховано автором на базі вибірки на основі фінансових звітів підприємств.

криз саме у цьому сегменті бізнесу формується чітко виражений борговий навіс унаслідок як переоцінки квазіборгів в іноземній валюті, так і дефіциту ліквідності, спричиненого виведенням капіталу.

Частка боргу у фінансуванні великого бізнесу, %



Основою моделей фінансування великого бізнесу є формування резервних запасів ліквідності у тіньовому секторі та в офшорних зонах, що є захистом від макрофінансових шоків та ризиків втрати коштів у банках України унаслідок цілком вірогідного чергового “очищення” банківської системи. Задля мінімізації ризиків бізнесом застосовуються захисні та квазіризикові моделі фінансування, які не передбачають залучення капіталу на фінансових ринках. Бізнес або свідомо не відповідає вимогам фінансового ринку, не маючи наміру мати справу із зовнішнім фінансуванням (квазіризикова модель), або свідомо уникає відносин із фінансовими інститутами для мінімізації ризиків (консервативна модель). Вливання капіталу у великий бізнес здійснюється з тіньового сектора та офшорів, забезпечуючи життєздатність підприємств. Отже, великий бізнес у відповідь на зростання тягаря держави **створює автономні, закриті цикли фінансування, ризики втрати капіталу у яких є мінімальними.**

Стрімке зростання боргів малого та середнього бізнесу в 2014-2108рр. пояснюється як неможливістю їх погашення з об’єктивних причин, так і умисним їх збільшенням. Об’єктивною причиною є те, що малий та середній бізнес є вразливішими до макрофінансових шоків і є не здатними протистояти фіскальній експансії та повноцінно функціонувати в умовах “виснаження” банківської системи. Відповідно до емпіричних досліджень Болтона та Фрейхаса (2006) у періоди кредитного стиснення першими доступ до банківського кредиту втрачають саме ці сегменти бізнесу²⁹. Ці твердження стосуються лише незалежного від бізнес-груп, самостійного

бізнесу, борги якого зростають унаслідок втрати частини продуктивного капіталу та джерел фінансування.

Втім, частина підприємств малого та середнього бізнесу є переобтяженими боргами лише формально. Ними застосовується квазіризикова модель фінансування, ознаками якої є, з одного боку, критично високий рівень боргової залежності, а з іншого те, що ці борги у значній частині / (за нашими оцінками – більше 50%) є квазіборгами, які виникають у ланцюгах вливання тіньових капіталів в економіку. Малі підприємства є важливою ланкою кругообігу капіталу між легальним великим бізнесом і тіньовим сектором (“конвертаційні” центри) і використовуються як буфер для відмивання брудних грошей, через який здійснюється вилучення і повернення “надлишкового” капіталу у господарський обіг. Саме так функціонує система фінансування бізнесу в Україні.

Адаптуючись до вкрай несприятливих фінансових умов, які властиві “дорогій” державі, бізнес застосовує такі моделі фінансування, які є найменш вразливими до тих загроз, які існують. Ключовим елементом усіх моделей фінансування бізнесу, які було розглянуто, є акумуляція ліквідного капіталу у тіньовому секторі, що розбалансовує фінансову систему країни і **послаблює можливість впливу держави на інвестиційну активність через монетарні канали.**

У замкнених циклах кругообігу капіталу в межах бізнес-груп надлишковий капітал акумулюється у тіньовому секторі та офшорах, що збільшує пропозицію ресурсів на внутрішньому фінансовому ринку. Фактично має місце сегментація фінансової системи країни на легальну і тіньову, що створює штучний дефіцит капіталу на внутрішньому ринку і є причиною хронічно високого рівня процентних ставок. Отже, укорінення непрозорих практик фінансування бізнесу не сприяє економічному розвитку країни, позаяк фінансовий сектор відіграє маргінальну роль у трансформації заощаджень в інвестиції. У такій системі кращі інвестиційні проекти можуть залишитися непрофінансованими, адже їх відбір і фінансування здійснюється не професійними фінансовими посередниками, а кулуарно.

Обґрунтування розсудливих параметрів втручання держави в економіку. “Дорога” держава в Україні є однією із причин занепаду фінансових ринків і панування тіньових, архаїчних форм фінансування бізнесу, що гальмує економічний розвиток країни. Наразі, країна потребує вивільнення фінансових ресурсів, іммобілізованих у фінансування державних боргів, що дасть змогу збільшити пропозицію капіталу на внутрішньому ринку і створить платоспроможний попит на нього. Стратегічним завданням є формування цивілізованих, конкурентоспроможних моделей фінансування бізнесу на основі поступового послаблення негативного

²⁹ Bolton P., Freixas X. (2006) Corporate Finance and the Monetary Transmission Mechanism // The Review of Financial Studies, 2006. – <https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/pbolton/transmission.pdf>.

впливу держави на фінансову систему України. Зважаючи на те, що руйнування фінансової системи в Україні тривало 15 років, швидких темпів її реанімації і поширення ринкових механізмів фінансування бізнесу не доводиться очікувати.

Міжнародні порівняння вказують на те, що стратегічними цільовими орієнтирами для фінансової політики України мають бути:

- поетапне скорочення витрат загального уряду на 5 п.п. з 40% до 35% ВВП, у т.ч. скорочення кінцевого державного споживання на 3 п.п.— до 17% ВВП. Порівняно із існуючими натеper параметрами це дасть змогу вивільнити фінансові ресурси для бізнесу у розмірі 5% ВВП, що поступово збільшить пропозицію капіталу на внутрішньому ринку;
- встановлення ліміту витрат загального уряду на фінансування соціальних трансфертів на рівні 15%, що відповідає параметрам інших постсоціалістичних країн; в межах цього завдання важливим є запровадження

прозорих механізмів обчислення і виплат пенсій, припинення практик підвищення пенсійних виплат для здобуття голосів на демократичних виборах. Доречно закріпити параметр максимального обсягу соціальних трансфертів у фінансових правилах;

- поетапне зниження державного боргу до 30% ВВП, що дасть поштовх відродженню внутрішнього фінансового ринку. Завдання не є нереалістичним, це фактично є поверненням до *status quo* 2003-2004рр.

Критеріями успішності реалізації такої ліберальної стратегії буде звільнення фінансової системи від тягаря держави, проявами чого має бути зниження частки ресурсів банківської системи, вкладених у державні борги до 10%, та відновлення функціональної спроможності фінансової системи країни, проявом якого має бути зростання коефіцієнта абсорбційної спроможності фінансової до рівня, вищого за одиницю. Вказані індикатори будуть корисними для моніторингу та оцінки результативності реалізації у країні ліберальної стратегії.