

Політика фінансових обмежень: приклад України, 1992–2000*

РОБЕРТ С. КРАВЧУК**

АНОТАЦІЯ. За своєю природою інструменти фінансового тиску впливають на відсоткові ставки, курси обміну валют, інвестиційні схеми та економічні стимули позичальників і кредиторів. Аби подолати економічні наслідки своєї кредитної та фінансової політики, уряд неминуче повинен втручатися в ситуацію і надалі для нормування кредитів і встановлення контролю за цінами, зарплатами, відсотковими ставками, курсами обміну валют та іншими операціями. Україна не лише побачила наслідки суворої фінансової політики в 1990-х роках: основні інструменти фінансового тиску стали звичайним явищем в Україні. Насправді, тією чи іншою мірою, в 1990-х роках Україна використовувала кілька основних заходів (часто – в комбінації) з метою подолання наслідків великих обсягів державного споживання, інфляції та власної кредитної політики. У довгостроковому періоді це справлятиме негативний вплив на економічне зростання, оскільки сувора фінансова політика зменшує спроможність фінансової системи забезпечувати потреби фірм та домогосподарств у реальній економіці.

КЛЮЧОВІ СЛОВА. Українська економіка; бюджетний дефіцит; фінансовий тиск; відсоткові ставки; обмін валют; інфляція; банківський сектор; резервна ставка; цільові кредити; державні підприємства; ліквідність домогосподарств; ліквідність підприємств; Національний банк України; бартерні операції.

* Статтю перекладено з англійської мови.

** Роберт С. Кравчук є професором Школи суспільних справ та охорони навколишнього середовища в Університеті Індіани, Блумінгтон (США). Він також є членом редколегії Журналу «Міжнародна економічна політика», а також відповідальним редактором електронного журналу «Огляд питань політики та менеджменту». Крім ступеня доктора наук, він також має ступінь магістра управління міжнародним бізнесом MBA (спеціалізація – фінанси) Колумбійського університету та дипломом сертифікованого бухгалтера (CMA). Професор Кравчук у даний час викладає на бакалаврському та магістерському рівнях такі предмети, як державні фінанси та бюджет, фінансовий менеджмент та державний фінансовий облік. Сфера його дослідницьких інтересів включає державний бюджет, фінансовий менеджмент, політекономію колишніх соціалістичних країн – країн з перехідною економікою – насамперед колишніх радянських республік. Він має значний досвід роботи в державному та приватному секторах економіки: працював у Міністерстві фінансів США (штаті Коннектикут), корпораціях SIGMA, Booz, Allen та Hamilton Inc. тощо. Він також працював на іноземні уряди, зокрема України, Боснії та Герцеговини.

Тривалий час протягом 1990-х років Україна мала значний бюджетний дефіцит¹. Небезпека полягає в тому, що це може призвести до фінансової кризи чи кризи балансу платежів². Постійний дефіцит може бути сигналом майбутнього збільшення податків, зростання інфляції, періоду девальвації чи відпливу капіталу. Крім того, бюджетний дефіцит може стати причиною гіперінфляції. З метою подолання наслідків таких криз або їх недопущення уряди можуть використовувати низку інструментів боротьби з інфляційними ефектами шляхом втручання в роботу фінансових ринків, хоча це не завжди приводить до очікуваних результатів. Відомі як інструменти «фінансового тиску» (що включають низку юридичних обмежень, правил та норм, встановлення формального та неформального контролю й інших заходів), вони гальмують насамперед ефективну роботу фінансових ринків та ринків капіталів (хоча це може стосуватися й інших ринків, наприклад, регулювання ціноутворення). У цілому політика фінансових обмежень знижує загальну ефективність економіки, оскільки встановлення державою певних бар'єрів впливає на вільне ціноутворення.

За своєю природою інструменти фінансового тиску викривляють відсоткові ставки, курси обміну валют, впливають на схеми інвестування та економічні стимули позичальників і кредиторів. Економіки з репресивною фінансовою політикою зазвичай мають надзвичайний попит на кредити (оскільки реальні відсоткові ставки є надто низькими чи негативними) та нестачу кредитних ресурсів (оскільки відсутні серйозні стимули для заощаджень). Курси обміну валют мають тенденцію до завищення щодо іноземних валют, а захист і субсидування підприємств є надто значними³. Аби подолати економічні наслідки своєї кредитної та фінансової політики, уряд неминуче повинен втручатися в ситуацію і надалі

¹ Robert S. Kravchuk, «The Path of Financial Management Improvement: The Case of Ukraine, 1991-98,» *Journal of Public Budgeting, Accounting and Financial Management* 13:4 (Winter 2001): pp. 537-581.

² William Easterly, Carlos Alfredo Rodriguez and Klaus Schmidt-Hebbel, eds., *Public Sector Deficits and Macroeconomic Performance* (New York: Oxford University Press and The World Bank, 1994); Vito Tanzi, ed., *Transition to Market: Studies in Fiscal Reform* (Washington, D.C.: International Monetary Fund, 1993); and Robert S. Kravchuk, «Budget Deficits, Hyperinflation and Stabilization in Ukraine, 1991-96,» *Public Budgeting and Finance* 18: 4 (Winter 1998): pp. 45-70.

³ Ronald McKinnon, *The Order of Economic Liberalization* (Baltimore: The Johns Hopkins University Press, 1990).

для нормування кредитів та встановлення контролю за цінами, зарплатами, відсотковими ставками, курсами обміну валют та іншими операціями. Репресивні заходи можуть набути форми снігової кулі, оскільки уряд намагається подолати негативні наслідки економічних явищ і сил, які він сам створив. Нові заходи можуть застосовуватися для подолання наслідків попередніх репресивних заходів і т. д.

Україна не лише демонструє всі симптоми фінансового тиску 1990-х років: основні інструменти фінансового тиску стали звичайним явищем в Україні, зокрема:

- регулювання заробітної плати і цін;
- контроль та встановлення граничних меж відсоткових ставок;
- надлишкові банківські резерви;
- регулювання курсів обміну валют;
- правила балансової звітності комерційних банків;
- примусові закупівлі банками державних цінних паперів;
- значне чи диференційоване оподаткування у фінансовому секторі;
- спеціалізовані державні (чи приватні) банки із значними привілеями з боку уряду.

Тією чи іншою мірою у 1990-х роках Україна використовувала кожний із цих заходів (часто у комбінації) як захід подолання наслідків значних обсягів державного споживання, відповідно, інфляції та власної кредитної політики. Уряди схильні використовувати такі заходи, оскільки фінансові обмеження можуть приховати від суспільства інфляційні наслідки фінансування дефіциту (принаймні на певний час). Проте зрештою це негативно впливатиме на економічне зростання, оскільки такі обмеження зменшують спроможність фінансової системи задовольняти потреби фірм і домогосподарств у реальній економіці.

Чому фінансовий тиск? Аргументи уряду

Традиційне обґрунтування заходів фінансового тиску полягає в тому, що їх застосування, як вважають-

ся, сприяє економічному зростанню⁴. Таке твердження ґрунтується на сумнівному припущенні, що гроші та реальні активи є цілком взаємозамінними. Основна ідея при цьому полягає в тому, що зростання прибутків на ринках реальних активів порівняно з ринком грошей призведе до зміни поведінки інвестора, від операцій з грошима до інвестування в капітал⁵. Вважається, що встановлення верхньої межі відсоткових ставок зменшить рівень прибутковості фінансових активів і приведе до зростання інвестицій у «продуктивні» активи (наприклад, власність, заводи та обладнання), збільшуючи таким чином рівень економічного зростання.

Економісти Р. МакКіннон та Е. Шоу не поділяли аргументу щодо економічного зростання, наполягаючи на тому, що високоприбукові інструменти можуть бути витіснені з ринку внаслідок політики фінансових обмежень, створюючи таким чином оманливий потяг до капіталомістких інвестицій та зменшуючи стимули до заощаджування⁶. Низькі рівні відсоткових ставок, характерні для економік з фінансовими обмеженнями, призводять до зменшення банківських депозитів, результатом чого є нестача кредитних ресурсів, що надзвичайно шкодить ефективним підприємствам, здатним продуктивно їх використовувати. Чим привабливішими є операції з грошима, тим більше коштів спрямовується в цю сферу. Рівень економічного зростання збільшиться тоді, коли будуть скасовані обмеження по відсоткових ставках, і вони зможуть досягти рівня ринкової рівноваги. З цього погляду, продуктивні інвестиції виникають безпосередньо у відповідь на зростання пропозиції кредитних ресурсів (тобто запасів реальних грошей). Саме це пояснює, чому так багато дослі-

⁴ Nouriel Roubinin and Xavier Sala-I-Martin, «Financial Repression and Economic Growth,» *Journal of Development Economics* 39:1 (1992): pp. 5-30; McKinnon, *The Order of Economic Liberalization*; John Sheahan, «Market-Oriented Economic Policies and Political Repression in Latin America,» *Economic Development and Cultural Change* 28:2 (1980): pp. 267-291.

⁵ James Tobin, «Money and Economic Growth,» *Econometrica*, vol. 33, no. 4 (1965), pp. 671-684.

⁶ Ronald I. McKinnon, *Money and Capital in Economic Development* (Washington, D.C.: The Brookings Institution, 1973); and Edward S. Shaw, *Financial Deepening in Economic Development* (New York: Oxford University Press, 1973).

джень підтверджують зворотний зв'язок між інфляцією та економічним зростанням⁷.

Критика Р. МакКіннон та Е. Шоу базується на тому, що швидке зростання відсоткових ставок за відсутності певного рівня державного регулювання може не мати бажаного ефекту на заощадження та інвестиції та не сприяти економічному зростанню⁸. Опоненти загалом наголошують на тому, що має бути «оптимальний» рівень фінансових обмежень (тобто певний, але не надто жорсткий державний контроль), оскільки ринок не здатний до ефективного саморегулювання за відсутності певного втручання з боку держави. У цьому разі важливо збалансувати позитивні та негативні наслідки втручання держави у роботу фінансових ринків, оскільки є достатні підтвердження того, що низькі відсоткові ставки, великі вимоги щодо банківських резервів, відносно низькі рівні фінансової «глибини» економіки (тобто низький рівень монетизації) мають зворотний зв'язок зі зростанням реальних інвестицій та ВВП⁹.

⁷ Easterly, et al., *Public Sector Deficits and Macroeconomic Performance*.

⁸ Lance Taylor, *Structuralist Macroeconomics: Applicable Models for the Third World* (New York: Basic Books, 1983); Sweder Van Wijnbergen, «Credit Policy, Inflation, and Growth in a Financially Repressed Economy,» *Journal of Development Economics* 13:1-2 (1983): pp. 45-65, and «Interest Rate Management in LDCs,» *Journal of Monetary Economics* 12:3 (1983): pp. 433-452, and «Macroeconomic Effects of Changes in Bank Rates: Simulation Results for South Korea,» *Journal of Development Economics* 18:2-3 (1985): pp. 541-554; Edward F. Buffie, «Financial Repression, the New Structuralists, and Stabilization Policy in Semi-Industrialized Economies,» *Journal of Development Economics* 14:3 (1984): pp. 305-322; Sebastian Edwards, «The Order of Liberalization of the External Sector in Developing Countries,» Princeton Essays in International Finance, No. 156 (Princeton, New Jersey: Princeton University Press, 1984); Carlos Diaz-Alejandro, «Goodbye Financial Repression, Hello Financial Crash,» *Journal of Development Economics* 19:1-2 (1985): pp. 1-24; Alice H. Amsden, *Asia's Next Giant: South Korea and Late Industrialization* (New York: Oxford University Press, 1989); Robert Wade, *Governing the Market: Economic Theory and the Role of Government in East Asian Industrialization* (Princeton, New Jersey: Princeton University Press, 1990); Laura Hastings, «Regulatory Revenge: The Politics of Free-Market Financial Reform in Chile,» in *The Politics of Finance in Developing Countries*, eds. Stephen Haggard, Chung H. Lee, and Sylvia Maxfield (Ithaca, New York: Cornell University Press, 1993).

⁹ Anthony Lanyi and Rusdu Saracoglu, «Interest Rate Policies in Developing Countries,» IMF Occasional Paper No. 22 (Washington, D.C.: International Monetary Fund, 1983); The World Bank, *World Development Report: Financial Systems in Developing Countries* (Washington, D.C.: The World Bank, 1989); Nouriel Roubinin and Xavier Sala-I-Martin, «A Growth Model of Inflation, Tax Evasion, and Financial Repression,» *Journal of Monetary Economics* 35:2 (1992): pp. 275-301; William Easterly, «How Much Do Distortions Affect Growth?» *Journal of Monetary Economics* 32:4 (1993): pp. 187-212; Ross Levine, «Financial Structures and Economic Development,»

Консенсус було знайдено в літературі, присвяченій питанням економічного зростання, де зазначається, що фінансові обмеження використовуються урядами для вилучення ресурсів з фінансового сектору, аби профінансувати надмірне споживання та покрити бюджетні дефіцити. Така позиція приділяє особливу увагу позитивним ефектам фінансових обмежень¹⁰. Проблема полягає в тому, що за умов суттєвого бюджетного дефіциту уряд має схильність до встановлення різного роду обмежень у фінансовому секторі. Репресивні заходи часто використовуються тоді, коли податкова система є слабкою або має місце значне ухилення від сплати податків¹¹. Запровадження штучних обмежень на роботу фінансових установ також сприяє збільшенню податкової бази, забезпечуючи додаткові надходження до Державного бюджету. З другого боку, якщо дозволити фінансовій системі розвиватися ефективно, це зменшить базу інфляційних податків разом із можливістю додаткових надходжень до бюджету.

Немає сумніву, що фінансові обмеження можуть і справді допомагають урядам покрити бюджетні дефіцити (тобто витрачання більше коштів, ніж є в наявності). Проте останні дослідження ставлять під сумнів аргументи на користь фінансування бюджетного дефіциту, базуючись на тому, що проблема вибору політики багато в чому залежить від інституційних та історико-культурних особливостей країн, і тому існують досить різні підходи до регулювання та розвитку фінансової системи, навіть у тих країнах, які мають однакові

Revista de Analisis Economico 8:1 (1993): pp. 67–89; and, «Financial Development and Economic Growth,» Policy Research Working Paper No. 1678 (Washington, D.C.: The World Bank, 1996); and Robert G. King and Ross Levine, «Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right,» *Quarterly Journal of Economics* 108:3 (1993): pp. 717–738; and, «Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence,» *Journal of Monetary Economics* 32:3 (1993): pp. 513–542.

¹⁰ Philip L. Brock, «Reserve Requirements and the Inflation Tax,» *Journal of Money, Credit, and Banking* 21:1 (1989): pp. 106–121; Valerie Bencivenga and Bruce D. Smith, «Deficits, Inflation, and the Banking System in Developing Countries: The Optimal Degree of Financial Repression,» *Oxford Economic Papers* 44:4 (1992): pp. 767–790; Alberto Giovanni and Martha de Melo, «Government Revenue from Financial Repression,» *American Economic Review* 83:4 (1993): pp. 953–963; Easterly, et al. *Public Sector Deficits and Macroeconomic Performance*; and Maxwell J. Fry, *Money, Interest, and Banking in Economic Development*, 2nd ed. (Baltimore, Maryland: The Johns Hopkins University Press, 1995).

¹¹ Roubinin and Sala-i-Martin (1992).

бюджетні проблеми¹². Яка ситуація спостерігається в Україні?

Фінансові обмеження в Україні: показники

Протягом 1991–2000 років Україна демонструвала багато класичних симптомів фінансово репресивної економіки. До середини 90-х років банки повинні були забезпечувати кредити за низькими відсотковими ставками для пріоритетних підприємств та секторів на основі «цільових кредитів». Натомість банки мали змогу компенсувати пріоритетні кредити в Національному банку України (НБУ) на пільгових умовах. Така політика намагалася зупинити падіння виробництва в ключових секторах промисловості. Як видно з табл. 1, реальні відсоткові ставки мали від'ємне значення протягом періоду 1993–96 років, і хоча вони рідко поверталися до таких значень після 1996 року, це тим не менш створювало стимули для надлишкового позичання. Іншим заходом фінансового тиску є рівень реальних дисконтних ставок, що використовується НБУ по операціях рефінансування, оскільки саме він був базою інших ставок до вересня 1996 року. Таким чином цей рівень більш чітко віддзеркалював політику уряду, ніж ставки по депозитах та кредитах. У табл. 1 також наведено реальні рівні рефінансування НБУ, які визначаються як різниця між номінальним рівнем рефінансування та рівнем інфляції. У багатьох періодах цей рівень також був від'ємним. Така прив'язка та встановлення лімітів відсоткових ставок негативно впливає на економічну діяльність, оскільки зменшує стимули до заощаджування та стимулює попит на кредити у найгірших позичальників.

¹² Alberto Alesina and Howard Rosenthal, *Partisan Politics, Divided Government, and the Economy* (Cambridge, England: Cambridge University Press, 1995); Dennis P. Quinn and Carla Inclán, «The Origins of Financial Openness: A Study of Current and Capital Account Liberalization,» *American Journal of Political Science* 41:3 (1997): pp. 771–813.

Таблиця 1

Показники фінансових обмежень в Україні, 1992–2000 рр.

Квартал	Річний поквартальний експонентний рівень інфляції	Середня ставка рефінансування НБУ (%)		Середні процентні ставки по депозитах комерційних банків (%)		Реальний коефіцієнт резервів комерційних банків (%)	Обов'язковий коефіцієнт резервів комерційних банків (%)	Оцінка надлишкових банківських резервів	«Фінансова глибина» (M2, % до ВВП)	% внутрішніх кредитів НБУ	Оцінка річних «податкових» прибутків по внутрішніх кредитах від фінансових обмежень (% ВВП)
		номінальна	реальна	номінальна	реальна						
1992-1	624	n.a.	n.a.	12,5	-611,5	n.a.	10-15	n.a.	18,30	8,7	133,2
2	200	n.a.	n.a.	20,8	-179,2	n.a.	10-15	n.a.	19,97	52,9	56,5
3	115	n.a.	n.a.	34,4	-80,6	n.a.	10-15	n.a.	21,89	61,5	30,9
4	172	80	-92	57,3	-114,7	56	10-15	43	27,01	55,0	54,0
1993-1	532	80	-452	79,2	-452,8	70	10-15	57	19,20	41,7	162,7
2	400	80	-320	133,2	-266,8	96	25	71	16,65	33,7	85,7
3	444	240	-204	212,4	-231,6	57	25	32	18,89	43,4	64,7
4	612	240	-372	210	-402	52	25	27	10,66	41,7	60,7
1994-1	140	240	100	279,6	139,6	53	25	28	9,84	50,9	20,9
2	60	240	180	274,8	214,8	49	15	34	11,44	50,4	38,1
3	48	161,8	114	148,8	100,8	58	15	43	17,00	53,3	23,6
4	400	248,4	-100	130,8	-269,2	49	15	34	10,67	36,4	49,0
1995-1	644	239,5	-397	128,4	-515,6	21	15	6	7,94	37,5	72,4
2	180	109,7	48	63,6	-116,4	20	15	5	8,64	36,7	16,0
3	92	66,7	-25	30	-62	17	15	2	7,98	43,1	8,7
4	76	97,6	21	43,2	-32,8	17	15	2	8,04	47,6	4,7
1996-1	76	102,4	26	49,2	-26,8	18	15	3	8,44	50,3	4,3
2	12	65,5	53	33,6	21,6	14	15	-1	8,60	49,2	3,5
3	32	40,1	8	26,4	-5,6	15	15	0	7,72	49,4	0,7
4	16	39,9	24	26,4	10,4	13	15	-2	7,68	52,9	1,1

Продовження табл. 1

Квартал	Річний поквартальний експонентний рівень інфляції	Середня ставка рефінансування НБУ (%)		Середні процентні ставки по депозитах комерційних банків (%)		Реальний коефіцієнт резервів комерційних банків (%)	Обов'язковий коефіцієнт резервів комерційних банків (%)	Оцінка надлишкових банківських резервів	«Фінансова глибина» (M2, % до ВВП)	% внутрішніх кредитів НБУ	Оцінка річних «податкових» прибутків по внутрішніх кредитах від фінансових обмежень (% ВВП)
		номінальна	реальна	номінальна	реальна						
1997-1	41,6	32,9	-8,7	22,8	-18,8	17	9	8	11,02	50,6	3,0
2	6,8	23,4	16,6	19,2	12,4	17	11	6	11,49	48,9	1,9
3	5,2	16,9	11,7	15,6	10,4	13	11	2	10,16	47,9	1,4
4	12,7	24,9	12,2	16,8	4,1	15	11	4	9,68	50,7	0,5
1998-1	6,7	40	33,3	19,2	12,5	12	15	-3	13,27	51,1	2,3
2	5,2	45	39,8	20,4	15,2	12	15	-3	12,27	54,1	2,9
3	12,1	80	67,9	24	11,9	15	16,5	-1,5	9,53	60,3	2,2
4	48,8	79,4	30,6	26,4	-22,4	18	16,5	1,5	10,51	61,3	4,3
1999-1	13,9	60	46,1	24	5,1	22	15	7	12,12	63,9	1,1
2	18,9	50,2	31,3	20,4	1,5	25	15	10	13,18	64,6	0,1
3	5,5	45	39,5	30	24,5	22	17	5	10,37	63,3	4,5
4	31,9	45	13,1	20,4	-11,5	22	17	5	11,70	64,4	2,4
2000-1Q	38,9	38	-0,9	16,8	-22,1	25	16	9		n.a	6,3
2Q	29,6	29,3	-0,3	12	-17,6	22	16	6		n.a	4,7
3Q	9,9	27,9	18	13,2	3,3	21	16	5		n.a	0,6
4Q	14,3	27	12,7	12	-2,3	26	16	10		n.a	0,4

Джерело: Українсько-європейський консультативний центр з питань законодавства, тенденції української економіки (різні випуски); МВФ, *Ukraine: Recent Economic Developments* (різні випуски); розрахунки автора.

Значні вимоги щодо банківських резервів використовуються у зв'язку зі схемами спрямування кредитів з метою зменшення ресурсів для «непріоритетних», «непривілейованих» підприємств і галузей (надалі — цільове кредитування). Надлишкові банківські резерви

зменшують таким чином власні ресурси банку для кредитування «непріоритетних» підприємств¹³. Дохідність банку також обмежується, оскільки обов'язкові резерви зазвичай не передбачають виплати відсотків. Так, обов'язкові банківські резерви в Україні утримуються на кореспондентському рахунку банку в НБУ без виплати відсотків¹⁴. Коли запроваджуються надлишкові резерви, активи центрального банку можуть становити достатню велику частку загальних активів фінансового сектору країни. З табл. 1 видно, що більшу частину періоду 1996–2000 років частка внутрішніх кредитів НБУ в Україні перевищувала 50 % – явна ознака суттєвої нестачі кредитних ресурсів.

Високі рівні банківських резервів також використовуються для збільшення «податкової бази», з якої стягується інфляційний податок. За інших рівних умов та визначеного рівня інфляції вищі вимоги до рівня банківських резервів призводять до більш значних надходжень інфляційного податку. Уряди, які використовують інфляційні надходження для фінансування бюджетного дефіциту, мають схильність залишати обмеження радше з метою збільшення зиску, ніж для подолання інфляції¹⁵. Проте також справедливим є той факт, що інфляцію у короткостроковому періоді можна зменшити за рахунок підвищення норми обов'язкових резервів. Та оскільки інфляційні процеси відображаються на депозитних внесках, реальний обсяг депозитів буде зменшуватися. Може відбутися і зменшення кредитів, оскільки інфляція зменшує реальну пропозицію кредитних ресурсів. За таких умов банкам буде важко задовольнити звичайний попит на кредити за рахунок нових та наявних клієнтів. Імовірно є зменшення реального виробництва, коли банки не видають кредити вартим того позичальникам. Отже, в економіці можуть одночасно зростати інфляція та зменшуватися темпи зростання ВВП, – ситуація, в якій опинилася Україна у 1990-х роках.

Існують об'єктивні труднощі із визначенням прийнятності ступеня фінансового тиску. Крім того, при цьому можуть застосовуватися інструменти, дію яких

¹³ Fry, *Money, Interest, and Banking in Economic Development*.

¹⁴ Постанова НБУ «Про формування обов'язкових резервів для української банківської системи» від 31 грудня 1996 р.

¹⁵ Fry, *Money, Interest, and Banking in Economic Development*.

важко оцінити. Фінансово репресивні економіки можуть демонструвати явища, не характерні за звичайних умов запровадження фінансових обмежень. Незрілість фінансового сектору країн з перехідною економікою заважає оцінюванню реальної величини відхилень від ринково встановлених відсоткових ставок. Оскільки в Україні у 1990-х роках існували лише базові фінансові ринки, ми можемо тільки визначити «зиск», отриманий урядом внаслідок запровадження фінансових обмежень. Одним з методів є розрахунок різниці між світовими відсотковими ставками (наприклад, довгостроковими реальними ставками в країнах ОЕСР на рівні 0,9 %) та середніми внутрішніми відсотковими ставками, помноженої на обсяги внутрішніх кредитів. Це досить приблизний, але ефективний метод оцінки. Остання колонка табл. 1 містить значення цих величин для України. Протягом 1992–95 років такі «доходи» були досить високими порівняно з ВВП і знизилися до помірного рівня, починаючи з 1995 року.

Оцінити величину фінансового тиску можна також через коефіцієнт відношення грошової пропозиції (M2) до ВВП. Такий метод використовується для більш точного визначення рівня фінансового втручання, який важко підрахувати у випадку країн з перехідною економікою. Цей показник є значно нижчим у країнах з фінансово зарегульованою економікою, ніж у країнах з ринковою економікою¹⁶. Як видно з табл. 1, показник монетарної бази M2 в Україні у відсотках до щорічного номінального ВВП стрімко впав у 1992–1996 роках. Це показує ступінь бездіяльності після гіперінфляційних процесів в Україні. Також в країні спостерігалися проблеми залучення коштів до банківського сектору¹⁷.

Цільова кредитна політика також вимагає фінансових обмежень, оскільки в іншому разі відбувався б перерозподіл спрямованих адміністративним чином субсидій у дохідніші приватні фірми. Тож зазвичай уряди втручаються у роботу фінансових ринків, обмежуючи

¹⁶ Robert J. Barro, «Economic Growth in a Cross-Section of Countries,» *Quarterly Journal of Economics* 106 (1991): pp. 407–443; King and Levine, «Finance and Growth» and, «Finance, Entrepreneurship, and Growth.»

¹⁷ Viktor A. Yushchenko, «Monetary Policy in the Transition to a Market Economy,» Ch. 5 in *Economic Reform in Ukraine: The Unfinished Agenda*, eds. Anders Aslund and Georges de Ménénil (Armonk, New York and London: M. E. Sharpe, 2000), pp. 94–110.

рух фондів між підприємствами та галузями, що отримують субсидії, та тими, що не мають таких субсидій¹⁸. Тому у таких випадках майже завжди встановлюються певні правила кредитування підприємств. Налічується п'ять основних видів інструментів політики цільового кредитування: (1) кращі відсоткові ставки (за рахунок субсидій); (2) диференційні реди-сконтні ставки; (3) прямі бюджетні субсидії; (4) кредитні ліміти за кредитними операціями банків та (5) використання спеціалізованих фінансових інститутів. Тією чи іншою мірою у 1990-х роках в Україні використовувалися всі п'ять названих інструментів.

Дослідження свідчать про те, що преференційне кредитування окремих фірм та галузей є основною метою та мотивом застосування фінансових обмежень урядом¹⁹. Держави більше переймаються проблемами подолання падіння виробництва та запобігання масовому безробіттю, ніж проблемою бюджетного дефіциту. З цього погляду, окремі кредитні схеми є не лише наслідком політики уряду щодо регулювання відсоткових ставок. Радше цільове кредитування являє собою політичний вибір уряду. Це означає, що в Україні фінансові обмеження використовувалися насамперед з метою компенсування втрат державних підприємств і лише потім — як засіб фінансування бюджетного дефіциту. Отже, це — компонент державної видаткової політики²⁰.

Підтвердження надлишкових державних витрат

Гіпотеза Ющенка

Президент України Віктор Ющенко показав, що економічні труднощі в Україні значною мірою спричинені надлишковими витратами державного сектору порівняно з витратами приватного сектору та домогосподарств²¹.

¹⁸ Субсидійне кредитування викривляє ціни на фактори виробництва та не означає неефективні інвестиційні проекти.

¹⁹ Haggard, et al., *The Politics of Finance in Developing Countries*; Arvid J. Lukauskas, «The Political Economy of Financial Restriction: The Case of Spain,» *Comparative Politics* 27:1 (1994): pp. 67–89.

²⁰ Зрозуміло, що прямі бюджетні субсидії за безвідсотковими ставками використовуються для фінансування підприємств.

²¹ Ющенко В., Лисицький В. Надмірне державне споживання: основний фактор нестабільності в Україні // Тенденції української економіки. — 1998, червень. — С. 122–131.

З 1994 року значні обсяги фінансування державних потреб стримували зростання приватного сектору, стимулювали централізацію виробництва та змушували приватні підприємства переходити в тіньовий сектор. Ющенко вважає цей процес «основною причиною, що стоїть за всіма макро- та мікроекономічними труднощами і, що важливіше, «головною загрозою для встановлення демократії та... національної безпеки України»²². Є реальні підтвердження цього. В табл. 2 подано оновлену версію аналізу, що був проведений Ющенком у 1998 році. Варто розглянути це детальніше.

У 1990-ті роки, в часи різкого падіння реального ВВП, зростання витрат державного сектору значно перевищувало цей показник для домогосподарств. Це можна простежити в табл. 2, з якої видно, що у 1990—1999 роках значення реальних кінцевих витрат державного сектору перевищували витрати домогосподарств у середньому на 30 %. Ющенко класифікує витрати державного сектору як «непродуктивні». Це в цілому відображає загальну картину. Справді, централізована економіка пережила крах командної економіки завдяки державній підтримці, яка використовувала обмежувальні заходи для досягнення поставлених цілей за рахунок приватного сектору.

²² Там само. — С. 122.

Таблиця 2

Показники централізації економіки 1990–2000 рр., млн грн

Показники	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	Оцінка 2000
Індекс реального ВВП (1990 = 100)	100,0	93,4	94,0	76,1	47,0	42,6	42,2	44,4	43,1	42,2	45,5
Дефлятор ВВП (1990 = 100)	1,00	1,92	33	1117	13 761	71 533	114 162	125 846	142 474	180 492	230 272
Державне споживання:											
Кінцеве державне споживання (млн грн)	0,27	0,52	6	236,99	2330,69	11 595,45	17 738	20 368	23 600	24 100	27 600
Зростання державного споживання (до 1990 р.)	1,00	1,93	32,74	877,74	8632	42 946	65 696	75 437	87 407	89 259	102 222
Реальне кінцеве державне споживання	0,27	0,271	0,268	0,21	0,169	0,162	0,155	0,162	0,166	0,134	0,120
Зростання реального кінцевого державного споживання (1990 р.)	100,0	100,3	99,2	78,6	62,7	60,0	57,5	59,9	61,3	49,5	44,4
Споживання домогосподарств:											
Кінцеве споживання домогосподарств (млн грн)	0,92	1,56	21,12	653,5	5331,39	27 093,74	43 469	50 600	58 400	73 000	88 000
Зростання споживання домогосподарств (до 1990 р.)	1,00	1,696	22,957	710,326	5794,989	29 449,717	47 248,913	55 000,000	63 478,260	79 347,826	95 652,174
Реальне кінцеве споживання домогосподарств	0,92	0,813	0,64	0,585	0,387	0,379	0,381	0,402	0,41	0,404	0,382
Зростання реального споживання домогосподарств (1990 р.)	100,0	88,4	69,6	63,6	42,1	41,2	41,4	43,7	44,6	44,0	41,5
Індекс централізації економіки (відношення реального кінцевого державного споживання до загального реального кінцевого споживання домогосподарств)	100,0	113,5	142,5	123,6	148,9	145,6	138,9	137,1	137,4	112,5	107,0

Джерело: Ющенко В., Лисицький В. Надмірне державне споживання: основний фактор нестабільності в Україні // Тенденції української економіки. – 1998, червень; дефлятор ВВП: UERLAC, Тенденції української економіки (березень 2001), табл. 1.1, с. 6.; дані по споживанню: 1990–93: МВФ (березень 1996), табл. 5, с. 33.; 1994–95: МВФ (жовтень 1997), табл. 2, с. 55; 1996–97: МВФ (травень 1999), табл. 13, с. 76; 1998–2000: МВФ (січень 2001), табл. 3, с. 6.

Багато з проблем української економіки є прямим наслідком такої урядової політики, зокрема: низький рівень монетизації економіки; повільний розвиток банківського сектору; проблеми з платоспроможністю підприємств; зростання тіньового сектору; низькі рівні сплати податків та низький рівень інвестування. Як видно з даних, існує значний захист сучасних і колишніх державних підприємств, які, як вважається, є «надто великими, щоб припинити роботу». Уперше таку політику було застосовано через випуск значних обсягів преференційних кредитів, особливо у 1992–94 роках. Результатом цього стала гіперінфляція, яка лише загострила тенденцію демонетизації. З подоланням гіперінфляції та грошовою реформою у вересні 1996 року такі заходи перестали застосовуватися. Проте, як ми побачимо далі, у 1997–99 роках застосовувалися нові інструменти – прихована інфляція через механізм «грошових заміників». Цей механізм дозволив уряду зберегти «м'які» бюджетні обмеження для підприємств, водночас дозволивши вимагати кредитів на проведення жорсткої монетарної політики.

*Обмеження платоспроможності домогосподарств,
1988–1996 роки*

Дослідження державних заходів з метою збільшення виробництва одразу після проведення грошової реформи у 1996 році дає нам і інші підтвердження гіпотези Ющенка. Наступний аналіз показує, що уряд значно зменшив платоспроможність домогосподарств, здійснюючи перерозподіл на користь державних підприємств. Теоретичне обґрунтування аналізу платоспроможності по секторах економіки дає соціалістична теорія грошей – теорія, яку підтримало багато українських урядовців у 1992–96 роках²³.

Коротко викладена економістом Гейвіном Піблсом, соціалістична теорія грошей говорить про те, що на відміну від інших економічних систем, у соціалістичній економіці домогосподарства є рятівним засобом для держави: списання її боргів перед мешканцями, що фактично являють собою паперові гроші, випущені державою²⁴. Дійсно, «вся логіка такої фінансової системи полягає в тому, що гроші мають цінність доти, доки держава може постачати товари, яких хочуть люди в певній кількості за стабільними цінами»²⁵.

Отже, деякі економісти визначали пропозицію грошей у соціалістичних країнах як гроші, необхідні для річної роздрібною торгівлі товарами через державні

²³ Це спостереження базується на багатьох інтерв'ю та зустрічах автора, зокрема з колишнім міністром фінансів Г. Пятаченком, першим заступником міністра фінансів М. Сивульським та заступником міністра економіки В. Науменко. Службовці НБУ мали радянську підготовку щодо ролі грошей в економіці. Наприклад, автор був присутній на конференції «Економіка України: сьогодні та майбутнє» під головуванням віце-прем'єра Віктора Пинзеника в серпні 1993 року, де службовець НБУ високого рангу прямо зазначив, що інфляція в Україні не є монетарним явищем, а являє собою результат викривлень роздрібних цін, встановлених монопольними підприємствами.

²⁴ Gavin Peebles, *A Short History of Socialist Money* (Sydney, Australia: Allen & Unwin, 1991), p. 29.

²⁵ Gavin Peebles, *A Short History of Socialist Money* (Sydney, Australia: Allen & Unwin, 1991), p. 29.

магазини²⁶. Інші економісти також використовували такий підхід²⁷.

Економіст Порт не погоджується з такими теоретичним обґрунтуваннями²⁸. У будь-якому разі концептуально стосовно соціалістичних країн в умовах державної банківської системи фінансові активи домогосподарств можна вважати боргами уряду. Більше того, у випадку України важко увити собі, що урядовці цієї нещодавно соціалістичної країни швидко відмовляться від попередньої концепції ролі грошей в економічній системі. Швидше за все буде якраз навпаки²⁹.

Отже, зрушення коефіцієнта співвідношення грошових заощаджень домогосподарств з обсягами роздрібною торгівлі (і так само – для підприємств) може бути важливим джерелом інформації про загальні тенденції розвитку державної економічної політики. Два вимірники ліквідності домогосподарств є доречними: так звана ліквідність *DSD* і ліквідність *HM*. Ліквідність *DSD* визначається як функція попиту й заощадження грошей (demand and savings deposits). Ліквідність *HM* буде розглянуто далі. Економіст Піблс визначив, що за радянських часів відбувалося стрімке зростання ліквідності *DSD* з близько 0,15 обсягів роздрібною торгівлі, до понад 0,8 – у 1989 р.³⁰ Підтверджуючи розрахунки Піблса, дане дослідження показує, що ліквідність *DSD* українських домогосподарств у 1989–90 роках, тобто напередодні розпаду СРСР, коливалася у межах від 0,95 до 1 (табл. 3).

²⁶ I. Fogaras, «The Population's Savings Deposits in the European CMEA Countries,» *Acta Oeconomica* 21:1-2 (1978): pp. 141-150; Igor Birman and Roger A. Clarke, «Inflation and the Money Supply in the Soviet Economy,» *Soviet Studies* 37:4 (1985): pp. 494-504; Jan Winiecki, «Portes Ante Portas: A Critique of the Revisionist Interpretation of Inflation Under Central Planning,» *Comparative Economic Studies* 27:2 (Summer 1985): pp. 25-51; Jan Winiecki, *The Distorted World of Soviet-Type Economies* (London and New York: Routledge, 1988); Gavin Peebles, «On the Importance of Establishing the Inverse Relationship Between Open Inflation and Household Liquidity Growth Under Socialism: A Critique of Jan Winiecki's Savings Deposit Data,» *Comparative Economic Studies* 28:4 (1986): pp. 85-91.

²⁷ Наприклад, Qixian Zeng, «Comments on Consumption and Savings,» *Social Sciences in China* 4:4 (1983): pp. 137-163.

²⁸ Richard Portes, «The Theory and Measurement of Macroeconomic Disequilibrium in Centrally Planned Economies,» Ch. 2 in *Models of Disequilibrium and Shortage in Centrally Planned Economies*, eds. Christopher Davis and Wojciech Charemza (London: Chapman and Hall, 1989).

²⁹ Наприклад, колишній міністр фінансів Г. Пятаченко наполягав у березні 1994 року на тому, що фінансові проблеми України були прикладом формули «товари-гроші-товари», детально описаної К. Марксом у «Капіталі». За його висловом, це «впливає [стосовно України] прямо з книги». Наступним індикатором державної політики на той час є твердження П'ятаченка, що «немає нічого поганого в тому факті, що у 1993 році Національний банк України випустив 25 трильйонів карбованців». Див.: Сергій Борисенко, «П'ятаченко захищає бюджет 1994», *IntelNews*, 2 березня 1994, с. 4.

³⁰ Peebles, A. Short History of Socialist Money.

Таблиця 3
Показники ліквідності по секторах, 1988—1996 рр.

Період	Річні роздрібні продажі (номінальні)	Ліквідність у відсотках від річних роздрібних продажів									
		Вся економіка			Підприємства				Домогосподарства		
		M1	M2	M3	D	S	S + D	S + D + F	DSD	HM	% готівки
1988	61	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
1989	67	1,295	1,694	1,694	0,301	0,027	0,328	n.a.	1,001	1,231	18,8
1990	78	1,201	1,677	1,677	0,356	0,031	0,387	n.a.	0,961	1,163	17,3
1991	132	1,333	1,993	1,993	0,517	0,095	0,613	0,614	1,125	1,381	18,5
1992	1456	1,502	1,719	1,844	0,896	0,161	1,057	1,183	0,217	0,662	67,2
1993	43 824	0,767	0,868	1,077	0,421	0,084	0,504	0,713	0,072	0,364	80,2
1994	283 038	0,658	0,765	1,115	0,343	0,069	0,412	0,762	0,073	0,353	79,2
1995	1 196 400	0,391	0,44	0,572	0,149	0,027	0,177	0,309	0,044	0,264	83,2
1996	1 569 600	0,358	0,421	0,505	0,12	0,025	0,145	0,228	0,065	0,277	76,7

Примітки:

(1) M1 = Готівка + Депозити до запитання; M2 = M1 + Строкові депозити; M3 = M2 + + Депозити в іноземній валюті.

(2) Для підприємств: D = Депозити до запитання; S = Строкові депозити; F = = Депозити в іноземній валюті.

(3) Для домогосподарств: DSD = Депозити до запитання + Строкові депозити; % готівки = готівка у % до загальних грошових активів.

Джерело: Дані про роздрібну торгівлю: OECD, «Short-Term Economic Indicators – Transition Economies,» (різні випуски); дані про пропозиції грошей: М. Лужинський, О. Новосельський, «Україна в цифрах: огляд до 1996 року», український правовий та економічний бюлетень (березень 1997), табл. 8, с. 40. Показники ліквідності розраховані автором.

1991 рік став граничним роком, коли ліквідність DSD почала стрімко зменшуватися. У табл. 4 наведено квартальні дані, що базуються на обсягах щоквартальної роздрібною торгівлі у зіставних величинах (відсотках). Як видно, ліквідність домогосподарств протягом лише одного 1992 року знизилася наполовину, досягнувши рівня 1985 року. Цей показник також знизився у середині 1994 року і наблизився, за оцінками Піблса, до рівня цього показника 1975 року в СРСР. Не дивно, що частка грошових активів домогосподарств, які тримаються у вигляді готівки, в цей період зростала з 18,5 % у 1991 році до 80 % наприкінці 1993, і коливається відтоді на рівні $82 \pm 3\%$.

Таблиця 4
Показники ліквідності по секторах, 1991–1996 рр.

Період	Річні номінальні роздрібні продажі (за 4 кв.)	Ліквідність у відсотках від річних роздрібних продажів									
		Уся економіка			Підприємства				Домогосподарства		
		M1	M2	M3	D	S	S + D	S + D + F	DSD	HM	% готівки
1991-4	132	1,333	1,993	1,993	0,517	0,095	0,613	0,614	1,125	1,381	18,5
1992-1	198	1,324	1,897	1,897	0,562	0,148	0,71	0,711	0,88	1,187	25,9
2	343	1,785	2,23	2,25	0,987	0,203	1,19	1,214	0,563	1,055	46,6
3	689	1,447	1,746	1,833	0,724	0,19	0,914	1,001	0,334	0,833	59,6
4	1456	1,502	1,719	1,844	0,896	0,161	1,057	1,183	0,217	0,662	67,2
1993-1	3006	1,281	1,518	1,815	0,872	0,192	1,064	1,362	0,156	0,454	65,7
2	5848	1,111	1,361	1,929	0,722	0,212	0,934	1,503	0,134	0,427	68,5
3	14147	1,613	1,843	2,191	1,172	0,207	1,379	1,728	0,093	0,464	79,9
4	43824	0,767	0,868	1,077	0,42	0,084	0,504	0,713	0,072	0,364	80,2
1994-1	86425	0,555	0,642	0,773	0,247	0,052	0,299	0,429	0,069	0,343	79,6
2	140910	0,549	0,668	0,772	0,273	0,073	0,346	0,45	0,08	0,322	75,2
3	206929	0,662	0,778	0,901	0,376	0,123	0,449	0,571	0,075	0,329	77,2
4	283038	0,658	0,765	1,115	0,343	0,027	0,177	0,762	0,073	0,353	79,2
1995-1	434100	0,521	0,618	0,907	0,231	0,06	0,291	0,579	0,066	0,327	79,9
2	625600	0,548	0,616	0,849	0,236	0,039	0,275	0,508	0,057	0,342	83,4
3	885100	0,474	0,525	0,722	0,199	0,03	0,229	0,426	0,043	0,295	85,5
4	1196400	0,391	0,441	0,572	0,149	0,027	0,177	0,309	0,044	0,264	83,2
1996-1	1366200	0,357	0,407	0,519	0,128	0,027	0,158	0,269	0,041	0,249	82,1
2	1498300	0,358	0,406	0,502	0,115	0,023	0,141	0,234	0,046	0,268	82,8
3	1583900	0,345	0,393	0,479	0,112	0,022	0,134	0,22	0,049	0,259	81,2
4	1569600	0,358	0,421	0,505	0,12	0,025	0,145	0,228	0,065	0,277	76,7

Примітки:

(1) M1 = Готівка + Депозити до запитання; M2 = M1 + Строкові депозити; M3 = M2 + + Депозити в іноземній валюті.

(2) Для підприємств: D = Депозити до запитання; S = Строкові депозити; F = Депозити в іноземній валюті.

(3) Для домогосподарств: DSD = Депозити до запитання + Строкові депозити; % готівки = готівка у % до загальних грошових активів.

Джерело: Дані про роздрібну торгівлю: OECD, «Short-Term Economic Indicators – Transition Economies,» (різні випуски); дані про пропозиції грошей: М. Лужинський, О. Новосельський «Україна в цифрах: огляд до 1996 року», Український правовий та економічний бюлетень (березень 1997), табл. 8, с. 40. Показники ліквідності розраховані автором.

Ліквідність *DSD* дає лише часткове уявлення про грошові активи домогосподарств, оскільки вона не включає готівки. Ліквідність *HM* дозволяє побачити ширшу картину, позаяк включає готівку, а також поточні та строкові депозити у відсотках від річної роздрібною торгівлі. За Піблсом, ліквідність *HM* досягла значення 1,054 у Радянському Союзі у 1989 році (збільшившись з 0,182 у 1960 році). Дані Піблса приблизно відповідають даній оцінці значення цього показника на рівні 1,16–1,23 у 1989–90 роках в Україні. Тут також спостерігається стрімке падіння ліквідності *HM* українських домогосподарств після 1991 року, яка зменшилася вдвічі наприкінці 1993 року. Обидва показники ліквідності зменшувалися у період з 1991 по 1996 р.

Перед тим як перейти до розгляду значення падіння ліквідності домогосподарств для урядової політики, слід розглянути тенденції розвитку ліквідності підприємств. Існують три основні показники, що її характеризують: поточні депозити підприємств (*D*), поточні та строкові депозити (*S + D*), поточні та строкові депозити плюс депозити в іноземній валюті (*S + D + F*). Щодо останнього показника, то депозити в іноземній валюті були цілковито віднесені на рахунків підприємств, оскільки підприємства були у багатому сприятливішій ситуації, ніж домогосподарства, щодо заробітку великих обсягів іноземної валюти від експорту. Це — можливе припущення³¹. У будь-якому разі мета у визначенні факту, чи накопичення іноземної валюти могло компенсувати несприятливі зміни ліквідності підприємств у цей період. Насправді виявилося, що це було лише тимчасовою перевагою. Як показано в табл. 4, ліквідність підприємств, яка спочатку зростає у 1992 році (період, коли ліквідність домогосподарств різко впала), наприкінці 1993 року після періоду гіперінфляції стрімко впала, наблизившись до рівня ліквідності домогосподарств кінця 1995 року. Отже, підприємства пізніше стикнулися з негативними ефектами інфляції, оскільки їх ліквідність залишалася на стабільному рівні до другої половини 1993 року. Гіперінфляція не оминула їх.

Загальний напрям розвитку фінансової політики України можна простежити, розглянувши спроби уряду у 1992–1993 роках поновити попередній баланс між рівнем доходів і витрат через свідоме переведення ліквідності домогосподарств у виробничий сектор. Це робилося з метою стримання інфляції у секторі роздрібною торгівлі та одночасно — падіння виробництва. Насправді українська економічна еліта сприймала падіння виробництва як основну проблему, а не як наслідок неефективної організації виробництва за колишнього радянського режиму.

³¹ Все важче стає визначити кількість іноземної валюти у розпорядженні домогосподарств. Вона практично не розміщується в банках. Згідно з даними службовців НБУ, депозити в іноземній валюті майже повністю були на рахунках підприємств.

Інструменти досягнення цієї мети були в розпорядженні уряду протягом усього цього періоду, оскільки існувало жорстке розмежування між підприємствами та домогосподарствами за рахунок кредитної політики та регулювання роздрібною торгівлі. Те, що в Україні слід стримувати ліквідність домогосподарств, не було дивним з огляду на традиційний радянський метод стримування інфляції за рахунок маніпулювання роздрібними цінами. Оскільки в соціалістичній економіці роздрібні ціни є основним засобом відбирання зайвих грошей, український уряд розпочав складну гру, намагаючись досягти відповідного балансу між зарплатами та наявністю товарів у роздрібній торгівлі. Однак це завдання ставало дедалі складнішим унаслідок нової хвилі інфляції у 1992–1993 роках, причинами якої влада вочевидь значною мірою вирішила не опікуватися.

Цільові кредити промисловості

Політика цільового кредитування збільшує вразливість фінансової системи, зменшуючи її гнучкість. Немає підтвердження, що це збільшує ефективність перерозподілу ресурсів³². Саме навпаки: за своєю природою цільові кредити призводять до суворих обмежень на банківські кредити. Банки змушені спрямовувати визначену суму загальних кредитів (чи загальних активів) у певні підприємства чи галузі. Це призводить до сегментації фінансових ринків, збільшує ризики неповернення кредитів через стимули до більшого позичання і може спричинити серйозну «моральну» небезпеку в банківському секторі³³. Обмеження відсоткових ставок по депозитах сприяє і розвитку банківських картелів. Також це явище може виникати внаслідок прямого втручання уряду у формі значних привілеїв (наприклад, ексклюзивних ліцензій чи пріоритетного доступу до рефінансування в центральному банку) для привілейованих банків та у формі різного роду обмежень стосовно інших банків. Банки також можуть бути цілковито в державній власності. Державна власність на кредитні установи зменшує фінансову гнучкість унаслідок бюрократичного управління, недостатнього впровадження інновацій та негативного впливу політичних факторів на прийняття кредитних рішень. Як зазначив Максвелл Фрай: «Основна проблема практично всіх спеціалізованих фінансових інститутів... випливає з того факту, що вони створені для надання кредитів позичальникам, яких [інші] фінансові інститути... уникають. Отже, спеціалізовані фінансові інститути свідомо створені для кредитування високо-ризикованих позичальників»³⁴.

³² Maxwell J. Fry, «Flexibility in Finance,» Ch. 10 in *The Flexible Economy*, ed. Tony Killick (London and New York: Routledge, 1995), pp. 297–324. This citation appears on p. 306.

³³ McKinnon, *The Order of Economic Liberalization*, Ch. 7, pp. 84–91.

³⁴ Fry, «Flexibility in Finance,» p. 306.

Державні банки загалом мають суттєву частину непогашених кредитів³⁵. І хоча обсяг невиплат занижується, насправді він є величезним³⁶. Більше того, положення, що стосуються збиткових кредитів, є неадекватними у більшості випадків: ці підприємства самі по собі можуть стати джерелом проблем для уряду, оскільки вони навантажують актив балансу нестандартними та неоплатними кредитами. В Україні банківський сектор почав працювати на хиткому фундаменті. Навіть до того, як державні банки були перетворені на акціонерні, вони вже успадкували неоплачені кредити державних підприємств. За таких умов невиплати загрожуватимуть платоспроможності самих банків³⁷. Більшість урядів прагне уникнути таких проблем.

Існують підтвердження високого рівня сегментації та концентрації українського банківського сектору. Десятка провідних банків домінувала у фінансовій системі України у 1990-х роках, незважаючи на поступове збільшення кількості банків. Більше того, найвідоміші банки мають багато привілеїв завдяки своїм зв'язкам з урядом та НБУ. Три найбільші банки в Україні в минулому перебували у державній власності та були спеціалізованими. Довіра до української банківської системи була поганою, і це можна простежити з надзвичайно низького рівня депозитів до запитання та пропозиції грошей до ВВП. Такі індикатори «фінансової глибини» економіки за 1991–99 роки наведено на рис. 1 (Додаток 1). Добре видно, що українська економіка є надзвичайно недомонетизованою.

Комерційні банки були надто малими у 1990-х роках для задоволення потреб промисловості в кредитних ресурсах. Тому цю роль виконував НБУ та продовжував це робити навіть після грошової реформи 1996 року. Загальний обсяг внутрішнього кредитування НБУ досяг майже 65 % у 1999 році, збільшившись із 50 % у третьому кварталі 1996 року. На рис. 2 (Додаток 2) подано частку внутрішніх кредитів, що мав НБУ у період із 1992 по 2000 р. Цей рисунок показує, що НБУ виконує економічні функції, які виходять за рамки традиційних функцій центрального банку (і в деяких випадках не виправдовують сподівань).

Дослідження зростання офіційних чистих кредитів НБУ уряду доповнює картину. НБУ залишається головним кредитором уряду. На рис. 3 (Додаток 3) показано тенденцію офіційного кредитування уряду НБУ за 1992–2000 роки. Офіційні чисті кредити уряду з боку НБУ зросли у вісім разів за 1995–2000 роки (у номінальних гривнях).

³⁵ The World Bank, «Financial Intermediation Policy Paper,» (Washington, D.C.: The World Bank, Industry Department, July 1985); David L. Gordon, «Development Finance Companies, State and Privately Owned: A Review,» World Bank Staff Working Paper No. 578 (Washington, D.C.: The World Bank, 1993); Fry, «Flexibility in Finance.»

³⁶ World Bank, «Financial Intermediation Policy Paper.»

³⁷ Raj M. Desai and Katharina Pistor, «Financial Institutions and Corporate Governance,» in *Between State and Market: Mass Privatization in Transition Economies*, eds. Ira W. Lieberman, Stilpon S. Nestor, and Raj M. Desai (Washington, D.C., The World Bank, 1997).

Як частка ВВП кредити уряду з боку НБУ майже потроїлися, збільшившись із близько 5 % у 1995–97 роках, до 12–15 % у середньому у 1999–2000 роках. Такі кредити самі по собі не є інфляційними. Але уряд також звернувся до НБУ щодо оплати великої кількості його облігацій у зв'язку з проблемами їх рефінансування на відкритому ринку. Як наслідок – до 1999 року. НБУ знову дістав роль «головного кредитора уряду». Це лише збільшило нестабільність фінансової системи. Крім того, це ускладнює безінфляційне фінансування бюджетних дефіцитів у разі зовнішніх криз, таких як глобальна економічна криза, та випадків надзвичайної ситуації в країні. Є чимало прикладів того, що така політика уряду значно обмежувала кредитування приватних позичальників, витісняючи їх із ринку.

«Витіснення» фірм з кредитного ринку

У 1990-х роках зростаюча частка банківських активів зберігалася у державних цінних паперах. Оскільки багато банків є недокапіталізованими і таким чином намагаються уникати ризику, українські державні облігації виявилися найбажанішою альтернативою кредитування реального сектору економіки. Дані в табл. 5 показують, що уряд абсорбував зростаючу частку позик у кінці 1990-х років (до 1999 року, коли ця тенденція дещо послабилася). Як наслідок, менше кредитів було доступно для інших економічних суб'єктів, феномен відомий під назвою «витіснення». Надзвичайно важко визначити, яка частка банківських ресурсів, спрямованих на ринок облігацій, в іншому разі була б спрямована у приватний сектор. Великі обсяги переливу капіталу також є одним із індикаторів низького рівня довіри українських суб'єктів до національних кредитних ринків. Проте можна зробити висновок, що значне використання таких облігацій для фінансування бюджетного дефіциту в цілому витіснило приватні інвестиційні фонди, підвищувало відсоткові ставки та зменшувало доступ до приватного фінансування.

Таблиця 5

**Показники витіснення: обсяги кредитів
та придбання державних облігацій, 1995–1999 роки, млн грн**

Роки	1995	1996	1997	1998	1999
Кредити банківської системи (зокрема НБУ, у грн та іноземній валюті)	9853	13 611	17 497	25 032	33 937
У % від ВВП	19,4	16,9	18,7	24,4	26,7
Зміни обсягів кредитів:	6156	3747	3886	7535	8905
Збільшення кредитування держави	3000	1985	2133	6 229	5382
% від загальних обсягів	48,7	53,0	54,9	82,7	60,4
Збільшення кредитування фірм та домогосподарств	3156	1762	1753	1305	3523
% від загальних обсягів	51,3	47,0	45,1	17,3	39,6
Чисте зростання активів у державних облігаціях (за винятком відсотків)	263	1956	5409	5006	-2037
Номинальний ВВП	50 831	80 510	93 365	102 543	127 126

Джерело: International Monetary Fund, Ukraine: Recent Economic Developments (1996, 1997, 1999); Ukraine: Statistical Appendix (2001); авторські розрахунки.

Приватне кредитування є ризикованим для українських банків. Кредитний аналіз ускладнюється бухгалтерською практикою підприємств, труднощами гарантування кредитів через відповідне забезпечення, а також необхідністю моніторингу фінансового стану банківських клієнтів. Інвестиції в державні облігації вважалися менш ризикованою та більш прибутковою альтернативою. Витіснення приватних підприємств також мало наслідком нижчу конкурентоспроможність українських банків, ніж вона могла б бути, оскільки пасивні інвестиції не дають достатніх стимулів для поліпшення практики кредитування приватних підприємств.

Оскільки уряд не міг покрити дефіциту Держбюджету за рахунок іноземних позик і, враховуючи, що внутрішні придбання державних облігацій значно знизилися наприкінці десятиліття, НБУ був змушений виконувати роль «кредитора-рятівника». На рис. 4 (Додаток 4) показано зміну ролі НБУ у фінансуванні бюджетного дефіциту з 1995 року, коли було випущено перші державні облігації, до 1999 року. На початку 2000 року НБУ мав близько 88 % неоплачених боргів по державних облігаціях, що зросли з 66 % у 1998 році. Хоча НБУ законодавчо заборонено пряме фінансування дефіциту держбюджету, його головна роль полягає у фінансуванні державних операцій. Профіцит бюджету 2000 року зняв потребу створення нових боргів по облігаціях, але НБУ продовжував тримати величезну кількість неоплачених державних цінних паперів. Це нав'язало НБУ ключову роль у сфері приватних та державних фінансів, перетворивши його безпосередньо на гравця на внутрішніх кредитних ринках: замість виконання більш притаманної йому ролі – незацікавленого органу з регулювання.

Зростання обсягів використання сурогатних грошей, 1997–2000 роки

Після грошової реформи 1996 року ситуація з грошима в країні значно поліпшилася. Гривня залишилася відносно стабільною проти американського долара та інших стійких валют, і ринок державних облігацій абсорбував ще більші обсяги державного боргу. Кілька років уряд мав змогу фінансувати дефіцит Державного бюджету безінфляційним чином. Проте підприємства постійно потребували грошей, а банківська система була надто малою та нерозвинутою навіть для забезпечення необхідного робочого капіталу. В результаті підприємства звернулися до низки більш-менш неформальних засобів фінансування операцій, які загалом можна назвати «сурогатними грошима», наявність яких являє собою форму прихованої (але стриманої) інфляції.

Наприкінці 1990-х років більшість українських підприємств мала проблеми з ліквідністю. Для задоволення потреби в грошах вони все більше вдавалися до негрошових заходів для здійснення своїх операцій. Багато таких підприємств були збитковими, і таким чином не могли створити робочого капіталу з нормальних операцій. Надії на уряд щодо задоволення власних потреб за рахунок прямих субсидій – як це відбувалося на початку незалежності – більше не було; бюджетне «секвестрування», тобто практика відстрочення чи скасування бюджетних асигнувань з метою балансування Держбюджету була корисною з погляду приведення у відповідність витрат і доходів, але одночасно поглибила фінансові проблеми підприємств. Це наштовхнуло їх на ідею затримки виплати зарплат, податків та інших платежів, які фактично стали відігравати роль сурогатних грошей, оскільки давали можливість «іншим чином» фінансувати необхідні операції.

Замінники грошей можуть включати взаємні прострочені борги, податкову заборгованість, квазігроші (наприклад, векселі, боргові розписки), бартер. За економістом Позером, основним методом оцінки прогресу перехідного процесу є дослідження частки трансакцій, що здійснюються на монетарній основі³⁸. В Україні наприкінці 1990-х років сурогатні гроші набули ширшого використання, ніж звичайні грошові операції. У 1997 році понад 30,3 мільярда гривень промислових продажів було оплачено грошима, або лише 45,3 % загальних продажів промислового виробництва³⁹. У 1998 році величина цього показника становила 31,6 мільярди гривень, або, відповідно, 41,9 %. У сільському господарстві обсяг трансакцій на грошовій основі був навіть меншим. У недомонетизованій економіці, якою є Україна, бартерні операції, різного роду заборгова-

³⁸ J. A. Poser, «Monetary Disruptions and the Emergence of Barter in FSU Economies,» *Communist Economies and Economic Transformation* 10:2 (1998): pp. 157–77.

³⁹ Жиляев І. Сурогатні гроші в українській економіці: обсяги та динаміка // Тенденції української економіки. – 1999, березень. – С. 50–67.

ність з оплати та грошові сурогати стали заміниками грошей. Вони допомагають адаптувати виробництво до ринкового попиту: у розвинутій ринковій економіці це здійснювалося б за допомогою короткострокових кредитів.

Щоб зрозуміти стан справ в Україні, слід розуміти, що держава сама надавала виробничому сектору кредити, хоча і через «чорний хід», полегшуючи створення сурогатних грошей. Це відповідає і зовнішньо-економічній політиці держави. Влада мудро проводила дуже сувору антиінфляційну політику, але змогла водночас підтримувати «м'які бюджетні обмеження» стосовно підприємств, які використовували немонетарні засоби фінансування. Використання грошових заміників, отже, застосовувалося для виконання вимог МВФ та інших міжнародних донорів, але значною мірою воно порушує саму суть таких обмежень. Поява альтернативних платіжних засобів в економіці з 1995 року також підтверджує, що інфляційні процеси в Україні набули абсолютно інших характеристик, ніж у період 1991–1996 років.

Основні заміники грошей

Зарплата є основною статтею витрат готівки для підприємств. Обсяги заборгованості із зарплати та виплати зарплати продукцією є меншими порівняно з іншими компонентами заборгованості підприємств. Податкова заборгованість не становила проблеми для підприємств, оскільки зросли взаємні розрахунки (компенсаційні) та негрошові платежі. Зросло також використання неринкових векселів (особливо приватних). Це дозволяло фірмам отримувати прибутки від окремих операцій, оскільки розрахунки проводилися на взаємопогоджених цінах. Більше того, векселі можуть бути виписані на третіх осіб у багатосторонніх операціях, тобто слугуючи дещо обмеженим, але кредитним інструментом поза межами банківської системи і значною мірою — поза наглядом НБУ. Векселі по суті є «приватними грошима».

Заборгованість

Наприкінці 1990-х років існували значні обсяги заборгованості між українськими підприємствами. Фірми отримували кредити де-факто, сплачуючи свої рахунки із запізненням (якщо взагалі сплачували). На рис. 5 (Додаток 5) подано обсяги заборгованості між підприємствами у 1992–2000 роках. Такі борги перевищили 100 % ВВП у першому кварталі 1998 року, досягши 170 % ВВП у 1999 році. Хронічна природа цих боргів свідчить про те, що реальні ціни операцій, імовірно, є набагато нижчими, ніж це зазначається підприємствами. Той факт, що підприємства продовжують використовувати таку практику, є індикатором її корисності для підприємств з погляду розширення кредитування та ухиляння від сплати податків. Це також означає, що підприємства знайшли альтернативні заходи фінансування потреб у робочому капіталі.

Концепція Маріо Гара паралельно класичній та кейнсіанській теоріям піднімає питання про можливість створення платіжної заборгованості як альтернативного засобу досягнення рівноваги виробництва⁴⁰. Пряме та непряме регулювання ціноутворення державою та нерозвинуті ринки дозволяють продавцям встановлювати надто високі ціни порівняно з попитом. Заборгованість може слугувати засобом балансування обсягів попиту та пропозиції, «оскільки покупці оплачують лише ту частку, яку вони насправді купили»⁴¹. Якби всі операції проходили в грошовому вигляді, немає сумнівів, що темпи інфляції були б вищими. Продавці, звичайно, знають про це і встановлюють ціни відповідно, що підвищує ціни бартерних (чи часткового бартерних) операцій відносно грошових трансакцій.

Іншим наслідком заборгованості між підприємствами є те, що оцінки рівня реального ВВП значно завищені протягом десятиріччя 1990-х років. Аби знайти величину похибки, слід відзначити, що збільшення кредитів між підприємствами у 1999 та 2000 роках становило, відповідно, +58,75 та +26,07 млрд гривень. Це дорівнює, відповідно, 45,2 % та 15,1 % ВВП за ці два роки. У цій сумі, можливо, близько половини – реальна додана вартість, тоді як 7,5–22,5 % офіційного номінального ВВП є результатом такого феномену. І це – оцінка до врахування зростання тіньового сектору, за якої величина похибки в офіційній статистиці ВВП стає справді величезною.

Причинами високої платіжної заборгованості також є: непродуктивні інвестиції; викривлена кредитна політика; хибне використання фінансових ресурсів; неефективний кредитний контроль; слабкі кроки в напря-

⁴⁰ Mario Gara, «The Emergence of Non-Monetary Means of Payment in the Russian Economy,» *Research Papers in Russian and East European Studies*, No. REES99/2, The University of Birmingham, December 1999, pp. 19–23.

⁴¹ Mario Gara, «The Emergence of Non-Monetary Means of Payment in the Russian Economy,» *Research Papers in Russian and East European Studies*, No. REES99/2, The University of Birmingham, December 1999, pp. 19–23.

мі поліпшення ситуації з позиками та виплатою боргів; брак корпоративної культури та відповідальності. Протягом 1990-х років підприємства не мали змоги використовувати засоби, які застосовувала держава з метою полегшення кризи платежів бюджету: «списання». Значні обсяги заборгованості підприємств перед державою були списані чи реструктуровані наприкінці 1990-х років (5,8 % ВВП у 1999 році; 3,7 % у 1998 році)⁴². Підприємства не бажали нести збитки, які супроводжували ці списання, а також зростання поточних активів унаслідок такого списання (а держава, у свою чергу, не надто прагнула застосовувати таку практику).

Цікавою проблемою кінця 1990-х років є те, що з 1993-го заборгованість підприємств постійно перевищувала надходження, і після 1994 року відстань між ними поступово зростала. На рис. 6 (Додаток 6) наведено чисту заборгованість за 1993–2000 роки. Зростання чистої заборгованості є індикатором того, що циклічна модель заборгованості була певним чином порушена. Таким чином, існували чистий приплив кредитних ресурсів до підприємств за рахунок бюджету (через субсидії) та механізми неформального фінансування. Бюджетні субсидії є каверзною проблемою, оскільки кредити зазвичай перерозподіляються від економічно життєздатних підприємств, які потребують фінансування, до неефективних, збиткових, неплатоспроможних фірм, які б не вижили без таких субсидій. Насправді держава виступає фінансовим посередником, надаючи безвідсоткові кредити позичальникам, які того не варті, та покладаючи витрати за відсотковими ставками і ризики невиконання зобов'язань за кредитами на Держбюджет (у який усі сплачують внески).

Заборгованість між підприємствами майже цілком замінила банківське кредитування як джерело фінансування підприємств. Кредити комерційних банків підприємствам суттєво скоротилися протягом 1990-х років, з понад 130 % на початку 1993 року, до менше ніж 10 % у середині 1995 року. Як видно з рис. 7 (Додаток 7), вони коливалися на рівні близько 5 % з початку 1997 року. Результат є очевидним: слабкість банківського сектору змусила підприємства шукати фінансування неформально – від уряду, з одного боку (добровільно), та від інших підприємств, з другого (більш-менш вимушено). У будь-якому разі, це створило серйозні викривлення у фінансовій системі, що гальмуватиме необхідний розвиток кредитоспроможності банків. Інакше кажучи, це не є випадок низького попиту на кредити: реальний попит був задоволений іншими засобами, не через банки.

⁴² Жиляев І. Сурогатні гроші в українській економіці: обсяги та динаміка // Тенденції української економіки. – 1999, березень. – С. 50–67.

Бартерні операції

Рівень бартерних операцій у промисловості за секторами подано у табл. 6. Його значення коливаються по секторах та перевищували 40 % операцій у 1997 та 1998 роках, перш ніж знизилися до 33 % у 1999 році та менше ніж на половину значення 1998 року на початку 2000 року (що стало результатом роботи уряду Ющенка). Підприємства мають певні стимули для роботи за бартерними схемами. Бартерна торгівля може використовуватися як додаткове джерело кредитів⁴³. Отримання в обмін на інші товари тих товарів, які не використовуються негайно покупцем, генерує збільшення інвестицій у матеріально-виробничі запаси. Виникають витрати на зберігання та інші витрати, не говорячи про зменшення ліквідності. Обсяги та вартість такого кредиту визначається як функція лага між початковою трансакцією та часом, коли отримувач продає товари чи використовує їх у власному виробництві.

Таблиця 6

Обсяги бартерних операцій по секторах в Україні, 1997–2000 рр. (% загальних надходжень від продажів)

Період	Загалом	Виробництво електроенергії	Паливна промисловість	Чорна металургія	Кольорова металургія	Хімічна та нафтохімічна промисловість	Машинобудування	Виробництво деревини та паперу	Будівельні матеріали	Легка промисловість	Харчова промисловість
1997											
Січ.-черв.	35,7	33,2	36,6	42,7	35,1	38,8	45,8	53,3	54,6	33,6	15,0
Січ.-вер.	39,2	43,9	44,7	41,2	33,9	50,1	48,4	54,3	57,8	33,8	16,1
Січ.-груд.	42,4	45,8	50,1	46,5	36,8	49,0	46,7	54,3	59,5	36,7	21,8
1998											
Січ.-бер.	41,0	48,1	46,7	38,6	20,1	47,2	46,0	49,9	64,2	40,1	22,1
Січ.-черв.	41,7	50,6	48,1	40,0	20,5	48,5	45,5	52,1	64,3	42,5	20,9
Січ.-вер.	41,4	50,3	47,9	39,9	21,2	46,9	46,1	51,1	64,7	41,8	20,4
Січ.-груд.	42,5	47,0	57,8	40,8	20,2	46,2	42,9	48,6	65,8	40,0	24,8
1999											
Січ.-бер.	34,8	33,4	40,7	33,9	17,8	47,8	42,4	45,0	69,9	35,7	16,6
Січ.-черв.	34,6	32,1	41,0	34,5	17,6	47,6	41,4	42,9	67,3	35,3	16,7
Січ.-вер.	33,4	33,0	37,7	32,0	20,1	44,7	41,6	39,2	68,9	34,6	16,8
Січ.-груд.	32,7	29,0	39,0	31,4	20,6	41,8	40,9	36,6	68,6	33,3	19,9
2000											
Січ.-бер.	19,8	12,2	31,7	15,1	12,3	25,9	33,6	29,9	58,2	26,4	10,7
Січ.-черв.	19,2	18,4	28	12,9	12,8	23,9	30,7	27,3	54,0	24,3	11,1

Джерело: IMF, Ukraine: Recent Economic Developments, IMF Staff Country Report No. 99/42 (May 1999), Table 17, p. 80; IMF, Ukraine: Statistical Appendix, IMF Staff Report No. 01/28 (January 2001), table 7, p. 10.

⁴³ Gara, «The Emergence of Non-Monetary Means of Payment in the Russian Economy».

Не ясно, чи бартерні операції використовують ціни, відмінні від звичайних трансакцій. У випадку Росії дослідники Командер та Мамсен обґрунтовують, що процес бартеризації виникає головним чином через попит на кредитні ресурси⁴⁴. Вони визначили, що бартерні угоди здійснюються за значно вищими цінами, ніж грошові операції. Ймовірно, що деякі операції є вишеними: одна чи кілька сторін угоди не могли б іншим чином придбати чи продати товари. Бартер передбачає дещо більший ступінь ризику, ніж грошові операції. Операційні витрати є також вищими, в тому числі через те, що слід оцінити якість та наскільки ходовими є товари за бартерною угодою для визначення сприятливих умов торгівлі⁴⁵.

Бартер та заборгованість, як виявляється, є взаємозв'язаними. Заборгованість можна вважати механізмом розрахунків між підприємствами, видом кредиту отримувача платежу до платника. У такій угоді бартер дозволяє подолати проблему неповернення заборгованості. Бартер де-факто гарантує виконання контракту, і таким чином, «зростання кількості таких угод не означає потенційно загрозливого накопичення боргів, а скоріше свідчить про розширення торгівлі»⁴⁶. Окремим наслідком, проте, є зростання частки зв'язаного капіталу підприємства у вигляді матеріально-виробничих запасів готової продукції та напівфабрикатів. Бартерна торгівля не дозволяє підприємствам збільшити ліквідність, лише загострюючи цю проблему.

Висновки

Український уряд протягом 1990-х років з різним ступенем інтенсивності використовував інструменти фінансового тиску з метою фінансування державного споживання та подолання інфляційних наслідків такої політики. Це призвело до «суворих бюджетних обмежень» підприємств. Регулювання відсоткових ставок, банківських резервів, обміну валют змусило комерційні банки купувати державні борги, а державні банки підтримували політику надлишкових державних витрат за рахунок розвитку приватного сектору.

З метою зменшення інфляційних наслідків такої політики держава погодилась (і навіть сприяла) зростанню «сурогатних грошей» як альтернативної форми кредитування. Такі замітники включають прострочені борги, податкову заборгованість, неринкові векселі та бартерні операції. Наприкінці десятиріччя зростання таких неформальних кредитів змінило динаміку інфляції в Україні, поставивши НБУ в позицію головного позичаль-

⁴⁴ S. Commander and C. Mumssen, «Understanding Barter in Russia», Working Papers No. 37, European Bank for Reconstruction and Development, London, 1999.

⁴⁵ S. Williamson and R. Wright, «Barter and Monetary Exchange Under Private Information», *American Economic Review* 84:1 (March 1994): pp. 104-123; Y. S. Kim, «Money, Barter, and Costly Information Acquisition», *Journal of Monetary Economics* 37:1 (February 1996): pp. 119-142.

⁴⁶ S. Aukutsionek, «Some Characteristics of Transition Economies (II)», *Communist Economies and Economic Transformation*, No. 3 (September 1997): pp. 289-336. This citation appears on p. 312.

ника уряду та приватного сектору, збільшивши крихкість банківської системи, та зробило економіку як ніколи вразливою для макроекономічних шоків.

Література

1. Alice H. Amsden, *Asia's Next Giant: South Korea and Late Industrialization* (New York: Oxford University Press, 1989).
2. Anthony Lanyi and Rusdu Saracoglu, «Interest Rate Policies in Developing Countries,» IMF Occasional Paper No. 22 (Washington, D.C.: International Monetary Fund, 1983); The World Bank, *World Development Report: Financial Systems in Developing Countries* (Washington, D.C.: The World Bank, 1989).
3. Carlos Diaz-Alejandro, «Goodbye Financial Repression, Hello Financial Crash,» *Journal of Development Economics* 19:1-2 (1985): pp. 1—24.
4. Edward F. Buffie, «Financial Repression, the New Structuralists, and Stabilization Policy in Semi-Industrialized Economies,» *Journal of Development Economics* 14:3 (1984): pp. 305—322.
5. Edward S. Shaw, *Financial Deepening in Economic Development* (New York: Oxford University Press, 1973).
6. James Tobin, «Money and Economic Growth,» *Econometrica*, vol. 33, no. 4 (1965), pp. 671—684.
7. Lance Taylor, *Structuralist Macroeconomics: Applicable Models for the Third World* (New York: Basic Books, 1983).
8. Laura Hastings, «Regulatory Revenge: The Politics of Free-Market Financial Reform in Chile,» in *The Politics of Finance in Developing Countries*, eds. Stephen Haggard, Chung H. Lee, and Sylvia Maxfield (Ithaca, New York: Cornell University Press, 1993).
9. McKinnon, *The Order of Economic Liberalization*; John Sheahan, «Market-Oriented Economic Policies and Political Repression in Latin America,» *Economic Development and Cultural Change* 28:2 (1980): pp. 267—291.
10. Nouriel Roubinin and Xavier Sala-I-Martin, «Financial Repression and Economic Growth,» *Journal of Development Economics* 39:1 (1992): pp. 5—30.
11. Robert S. Kravchuk, «Budget Deficits, Hyperinflation and Stabilization in Ukraine, 1991—96,» *Public Budgeting and Finance* 18: 4 (Winter 1998): pp. 45—70.
12. Robert S. Kravchuk, «The Path of Financial Management Improvement: The Case of Ukraine, 1991—98,» *Journal of Public Budgeting, Accounting and Financial Management* 13:4 (Winter 2001): pp. 537—581.
13. Robert Wade, *Governing the Market: Economic Theory and the Role of Government in East Asian Industrialization* (Princeton, New Jersey: Princeton University Press, 1990).
14. Ronald I. McKinnon, *Money and Capital in Economic Development* (Washington, D.C.: The Brookings Institution, 1973).
15. Ronald McKinnon, *The Order of Economic Liberalization* (Baltimore: The Johns Hopkins University Press, 1990).
16. Sebastian Edwards, «The Order of Liberalization of the External Sector in Developing Countries,» Princeton Essays in International Finance, No. 156 (Princeton, New Jersey: Princeton University Press, 1984).
17. Sweder Van Wijnbergen, «Credit Policy, Inflation, and Growth in a Financially Repressed Economy,» *Journal of Development Economics* 13:1-2 (1983): pp. 45—65.
18. Sweder Van Wijnbergen, «Interest Rate Management in LDCs,» *Journal of Monetary Economics* 12:3 (1983): pp. 433—452.
19. Sweder Van Wijnbergen, «Macroeconomic Effects of Changes in Bank Rates: Simulation Results for South Korea,» *Journal of Development Economics* 18:2-3 (1985): pp. 541—554.
20. Vito Tanzi, ed., *Transition to Market: Studies in Fiscal Reform* (Washington, D.C.: International Monetary Fund, 1993).
21. William Easterly, Carlos Alfredo Rodriguez and Klaus Schmidt-Hebbel, eds., *Public Sector Deficits and Macroeconomic Performance* (New York: Oxford University Press and The World Bank, 1994).

Рисунок 1

"Фінансова глибина" української економіки, 1991-99

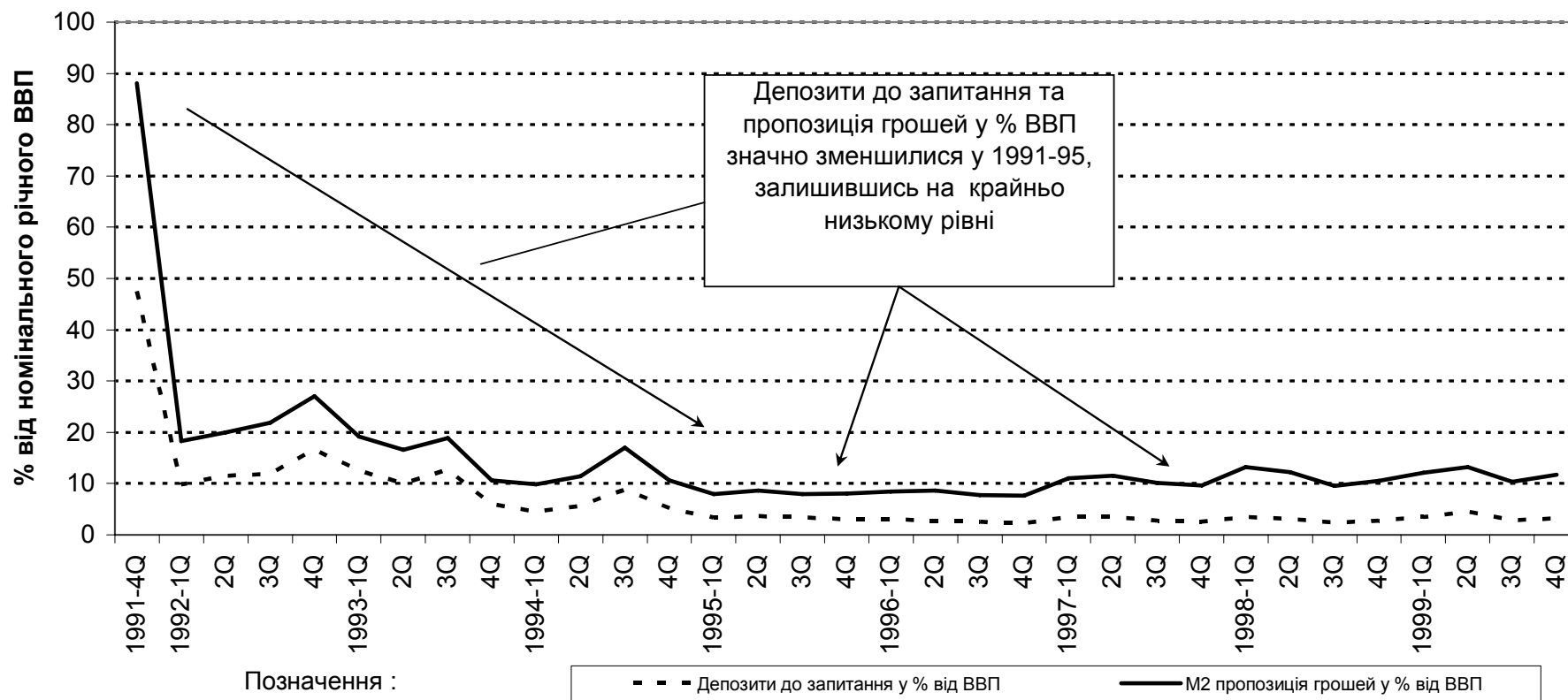
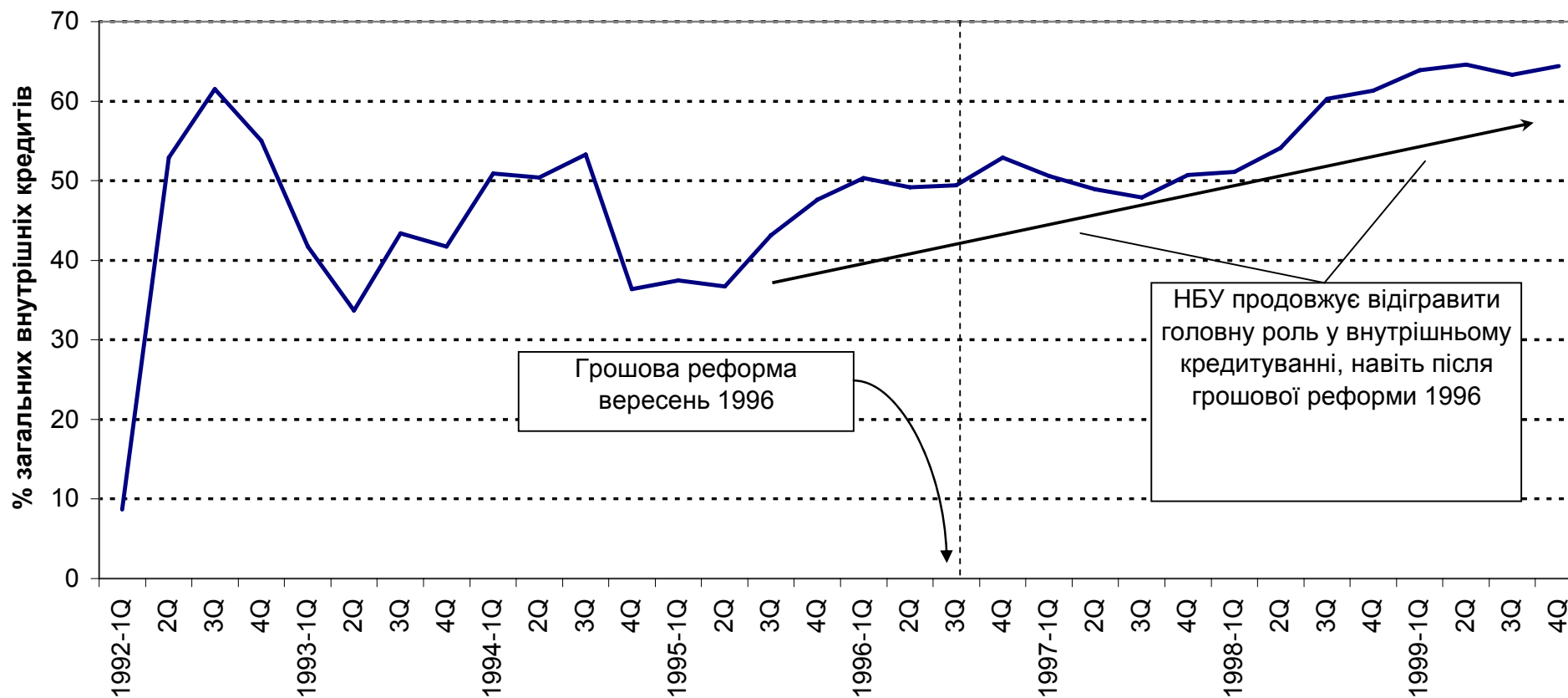


Рисунок 2

Відсоток внутрішніх кредитів НБУ, 1992-1999

Додаток 3

Рисунок 3

Зростання офіційних чистих кредитів уряду з боку НБУ, 1992-2000

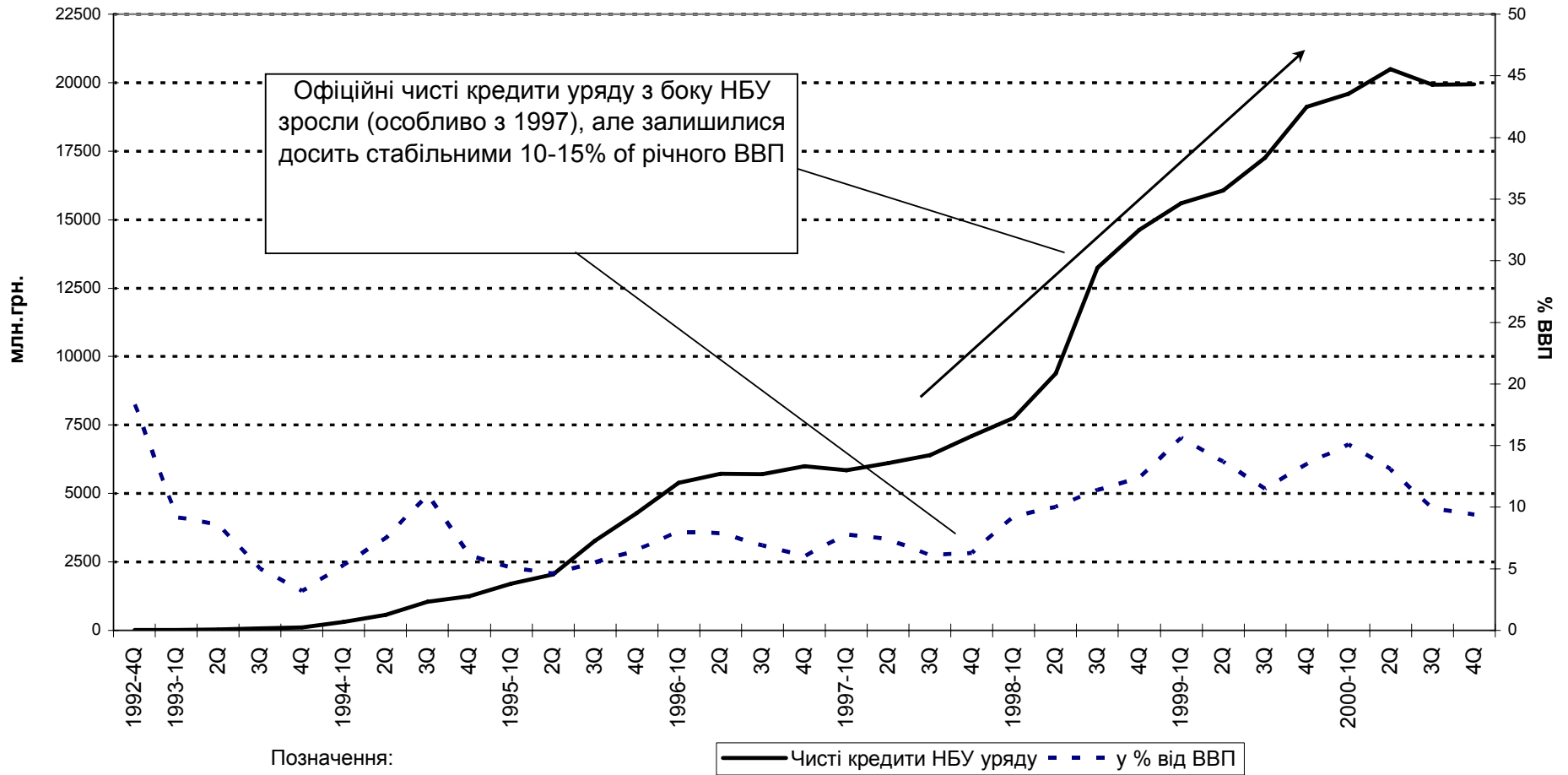
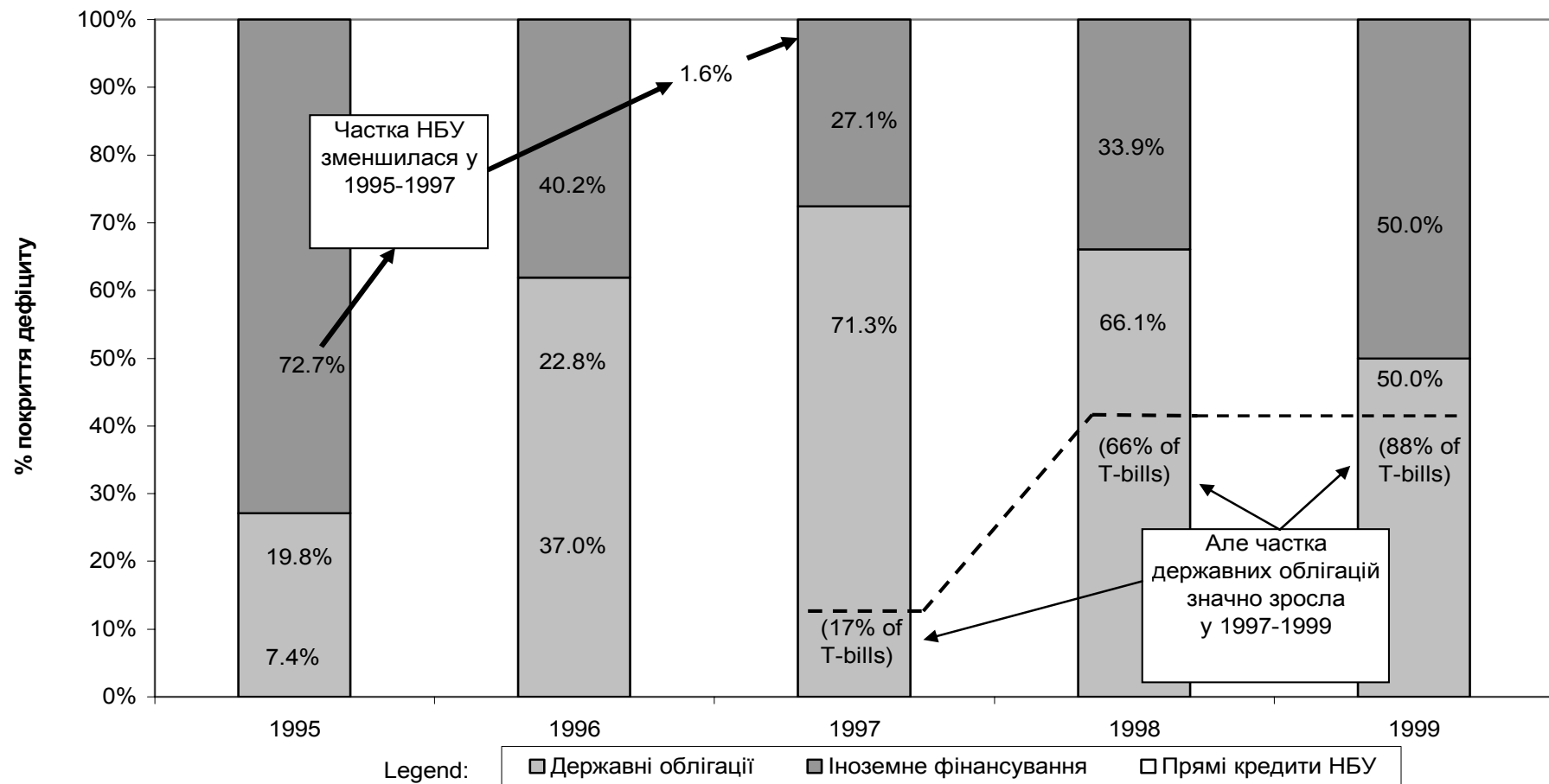


Рисунок 4

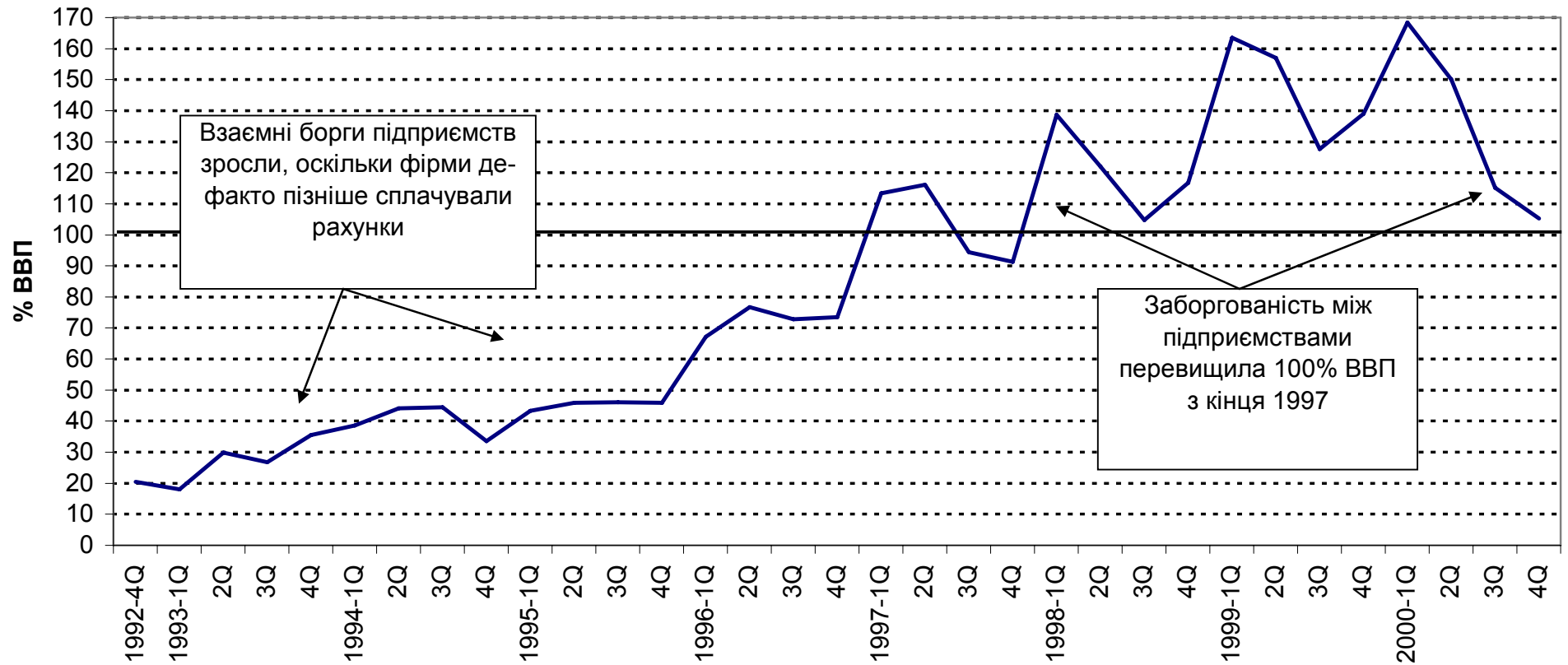
Зміна ролі НБУ у фінансуванні бюджетного дефіциту, 1995-99

Джерело: Data are from John Hansen and Vira Naniivska (eds.), *Economic Growth with Equity: Ukrainian Perspectives* (Washington, D.C.: The World Bank, 1999), graph 10, p. 74.

Додаток 5

Рисунок 5

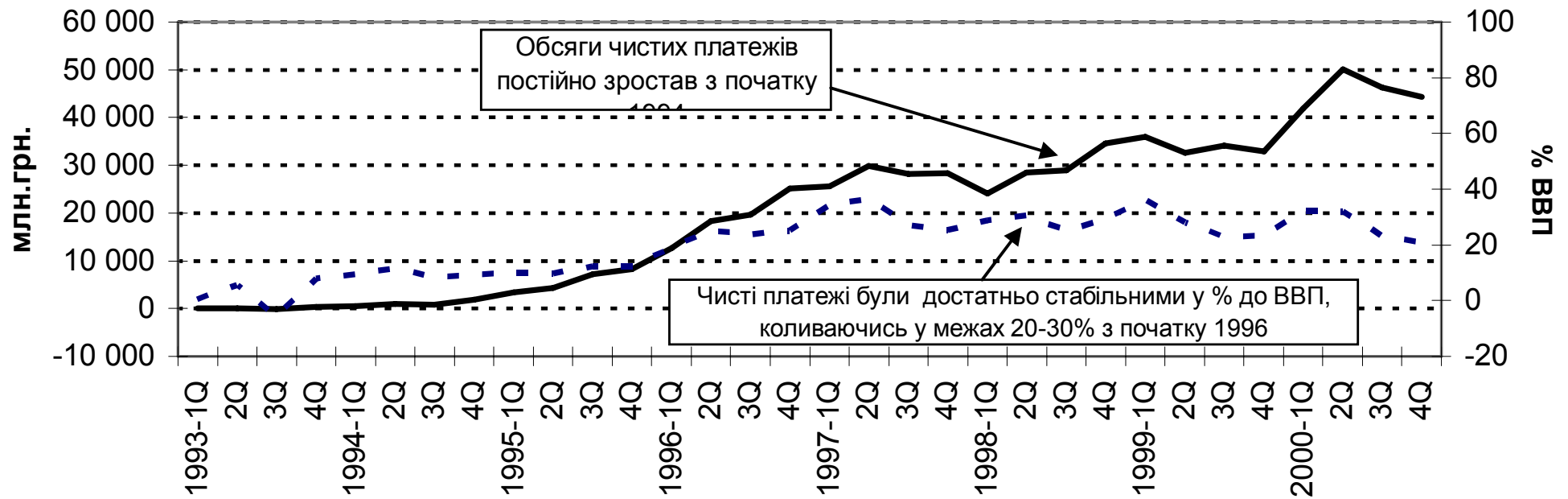
Зростання заборгованості між підприємствами, 1992-2000
(Рахунки до сплати, % ВВП)



Таблиця 6

Чиста платежі підприємств, 1993-2000

(чисті платежі до надходжень)



Додаток 7

Рисунок 7

Показник кредитів комерційних банків до надходжень підприємств, 1993-
2000

Percent

