

## ПРІОРИТЕТИ ТА ІНСТРУМЕНТИ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ В СУЧАСНИХ УМОВАХ

Під час кризи задля відновлення роботи фінансової системи центральні банки провідних економік, що зазнали найбільших втрат, застосовували так звані нетрадиційні механізми й інструменти грошово-кредитної політики. Серед них – перехід центральних банків США, Великої Британії та Японії від регулювання відсоткової ставки до регулювання ліквідності банківської системи (quantitative easing) або окремих фінансових ринків (credit easing); розширення переліку прийнятних застав за операціями центрального банку; відмова від операцій РЕПО на користь операцій аутрайт з державними цінними паперами та іншими активами (іншими словами, викуп їх центральними банками); збільшення строковості кредитів центральних банків; кредитування небанківських фінансових посередників; надання сигналів і маяків щодо майбутньої монетарної політики і/чи логіки її проведення (forward guidance).

Нетрадиційність заходів і характеру політики у цей період настільки ж природна, як і дії під час лікування хворого організму, що випадають із традиційного способу життя. Зокрема, антикризові заходи Європейського центрального банку його колишній президент Ж.-К.Тріше називав швидше діяльністю з відновлення ліквідності фінансової системи й трансмісійного механізму грошово-кредитної політики, ніж грошово-кредитною політикою як такою<sup>1</sup>. Але, відбивши небезпеку фінансового колапсу, центральні банки провідних економік переорієнтувалися на стимулювання сукупного попиту та подолання провалів кредитного ринку (таких як брак кредитування інвестицій реального сектора, малого бізнесу, інфраструктурних проектів).

З одного боку, до цього їх спонукає глибина спаду, який пережили провідні економіки. Нобелівський лауреат з економіки П.Кругман у книзі “Вихід з кризи є!” доводить, що стимулююча монетарна й фіскальна політика не несе загрози в сучасних умовах, коли має місце по-

єднання пастки ліквідності і тягаря надмірного боргу. За його словами, така ситуація “перенесла нас у світ парадоксів, в якому скромність – це зло, розсудливість – дурість, а більшість заходів, які обстоюють “серйозні люди”, насправді погіршують ситуацію”. Вчений апелює до таких парадоксів: “парадоксу ощадливості” – в депресивній економіці прагнення до ощадливості (і, значить, зменшення споживання) приводить до падіння доходів і виробництва; “парадоксу делевериджу” – колективна спроба людей і компаній виплатити всі борги одразу призводить до падіння цін активів і лише поглиблює проблему боргу; “парадоксу гнучкості” – збільшення гнучкості ринку праці, тобто зниження зарплат в умовах падіння попиту на працю може збільшити шанси на працевлаштування окремого працівника, але в масштабах усієї економіки приводить лише до зниження доходів і поглиблення спаду<sup>2</sup>.

Експерти МВФ у звіті “Перспективи світової економіки” за квітень 2013 року<sup>3</sup> пішли ще далі, заявляючи, що на сучасному етапі зазнають змін деякі фундаментальні закономірності, які визначають вибір цілі монетарної політики. Вони показують, що протягом останніх десятиліть зв'язок між інфляцією і безробіттям значно ослаб: по-перше, завдяки краще закореним інфляційним очікуванням, коли очікувана інфляція мало корелює з фактичною і наближається до оголошеного цільового орієнтиру, а по-друге, через ослаблення зв'язку між інфляцією і обсягом виробництва для кожного рівня очікуваної інфляції, тобто більш полого криву Філіпса. З цього вони роблять такі висновки для політики:

– “доки інфляційні очікування перебувають під контролем, страх перед зростанням інфляції не повинен перешкоджати монетар-

<sup>1</sup> Crazy aunt on the loose. For central bankers in the rich world, unconventional is the new conventional // The Economist. – 2012. – January 7 (<http://www.economist.com/node/21542416>).

<sup>2</sup> Кругман П. Выход из кризиса есть! / пер. с англ. Ю. Гольдберга. – М. : Азбука Бизнес, Азбука Аттикус, 2013. – С. 86–87; Кричевська Т. Можливості підвищення ефективності грошово-кредитного стимулювання економіки (досвід Бразильського банку розвитку) // Економіка України. – 2014. – № 3. – С. 21.

<sup>3</sup> The Dog That didn't Bark: Has Inflation Been Muzzled or was It just Sleeping? // World Economic Outlook. – April. 2013 (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/01/pdf/c3.pdf>).

ним органам проводити активну стимулюючу політику”<sup>4</sup>;

– “низька інфляція не є приводом для заспокоєння, вона може поєднуватися із значними економічними й фінансовими дисбалансами”<sup>5</sup>;

– “досить продуктивним може стати поєднання інфляційного цільового орієнтиру з експліцитним мандатом центрального банку на стабілізацію виробництва”<sup>6</sup>.

Відомий американський економіст Р.Раджан, що у 2013 р. очолив Резервний банк Індії, називає кілька можливих мотивів переходу центральних банків до монетарного стимулювання економіки: 1) кредит суспільної довіри, який отримали центральні банки, зумівши запобігти колапсу фінансової системи; 2) надмірна впевненість центральних банків у своїх можливостях; 3) мотив збалансування інтересів банків, на порятунок яких було витрачено мільярди, і решти суспільства; 4) безповоротне втягування центральних банків у політику; 5) “проста порядність: як установи зі значними повноваженнями і відповідальністю у світі, що зазнав таких потрясінь, центральні банки вирішили зробити все, що в їхніх силах”<sup>7</sup>.

Характер грошово-кредитної політики у світі змінюється не лише внаслідок пережитої кризи, а й через дію більш довгострокових чинників, таких як гетерогенна природа й сегментованість кредитного ринку, що збільшує ефективність регуляторних заходів порівняно з традиційними інструментами грошово-кредитної політики, та посилення нелінійності взаємозв'язку між монетарними і реальними змінними в умовах глобалізації та інформатизації, що зменшує ефективність механістичних інструментів грошово-кредитної політики<sup>8</sup>.

На сучасному етапі можливі такі моделі представлення грошово-кредитною політикою інтересів суспільства:

1. *Забезпечення стабільності купівельної спроможності грошової одиниці.* Цій моделі відповідають три монетарних режими: інфляційне таргетування, монетарне таргетування (забезпечення внутрішньої купівельної спроможності грошової одиниці) й таргетування обмінного курсу (забезпечення зовнішньої купівельної спроможності грошової одиниці). У близькій до ідеальної ринковій економіці з гнучкими цінами та зарплатами й високим рівнем мобільності факторів виробництва підвищення рівня інфляції є ознакою перегріву економіки, і навпаки зниження – загрози спаду. З цієї точки зору політика підтримки стабільно низького рівня інфляції стає ефективним антициклічним інструментом.

2. *Підпорядкування грошово-кредитної політики цілям фіскальної політики, підтримка бюджетного стимулювання економіки, певного проекту, що держава реалізує для суспільства за допомогою фіскальної політики.* Воно може здійснюватися як шляхом монетизації бюджетних дефіцитів, так і у непрямий спосіб, за допомогою регуляторних заходів, що спрямовують ресурси фінансової системи у державний сектор. Політика монетизації бюджетних дефіцитів проводилася у 1930–1940-х рр. в рамках кейнсіанської політики стимулювання сукупного попиту, а також тією чи іншою мірою протягом 1950-х–1970-х рр., коли центральні банки підтримували політику соціальної держави. Монетизація бюджетних дефіцитів давала змогу компенсувати зниження державних доходів в умовах сповільнення економічного зростання, помірної інфляції, полегшувала обслуговування державного боргу, а для протидії розкручуванню спіралі зарплати–ціни використовувалася політика урядового контролю над цінами і доходами. Не менш масштабно використовувалося і непряме підпорядкування грошово-кредитної політики фіскальним потребам держави. Політика, спрямована на використання державою (як правило, за ставками, нижчими від ринкових) коштів, які в протилежному випадку надходили б іншим позичальникам дістала назву “фінансових репресій”. Фінансування за допомогою грошово-кредитної політики бюджетних дефіцитів на сучасному етапі, на думку деяких сучасних дослідників, може бути виправдано процесами делевериджу у приватному секторі. Під час делевериджу суб’єкти економіки починають тривалий процес очищення своїх балансів від боргів. Центральний

<sup>4</sup> Rajan R. A step in the dark: unconventional monetary policy after the crisis. Andrew Crockett Memorial Lecture by Raghuram Rajan. – 23 June 2013 (<http://www.bis.org/events/agm2013/sp130623.htm>). – P. 14.

<sup>5</sup> Там само. – P. 14.

<sup>6</sup> Там само. – P. 16.

<sup>7</sup> Там само.

<sup>8</sup> Гриценко А.А., Кричевская Т.А. Формирование информационно-институционально-поведенческого подхода к пониманию денежно-кредитной политики / А.А. Гриценко, Т.А. Кричевская // Новые вызовы для денежно-кредитной политики в современных условиях. – Кн. 2 : Взгляд из Украины / под ред. акад. НАНУ В.М.Гейца, чл.-корр. НАНУ А.А.Гриценко ; НАН Украины, Ин-т экон. и прогнозир. – К., 2012. – С. 41–64.

банк знижує ставки до нуля, але навіть це не допомагає відновити попит на кредит. Втрачаючи свого звичайного партнера для реагування на стимули, монетарна політика стає неефективною. Економіка потрапляє до ліквідної пастки. Ефекту витіснення не спостерігається: поки приватний сектор виплачує свої борги, уряд стає позичальником і споживачем останньої надії<sup>9</sup>.

3. *Проведення гнучкої монетарної політики, яка набуває самостійної стимулюючої ролі, сприяє розвитку фінансового ринку відповідно до суспільних потреб і допомагає втілювати певний суспільний проект.* ФРС з грудня 2012 до березня 2014 р. і Банк Англії з серпня 2013 до лютого 2014 р. оголошували свого роду цільові орієнтири з безробіття для грошово-кредитної політики (якщо у США це загалом відповідає подвійному мандату ФРС, то для Банку Англії – це серйозне коригування монетарної стратегії, нехай і тимчасове); центральні банки розробляють програми стимулювання кредитування реального сектора й малого бізнесу (програма Банку Англії Funding for Lending, програма Targeted Longer-Term Refinancing Operations у єврозоні); намагаються досягти стимулюючого ефекту, беручи зобов'язання щодо збереження стимулюючого характеру грошово-кредитної політики (ФРС, Банк Англії, ЄЦБ); оголошують ціль і проводять шокову політику підвищення інфляційних очікувань, щоб подолати дефляційну пастку (Банк Японії); борються з проблемою множинної рівноваги<sup>10</sup> (коли економіка може швидко перейти з одного стану рівноваги в інший залежно від рівня довіри інвесторів) і намагаються зберегти довіру до власної валюти як економічного проекту загалом (Європейський центральний банк, який зобов'язався зробити все для збереження євро).

Отже, можна констатувати, що з 2008 року монетарна політика центральних банків провідних економік світу набула нових цілей і сфер відповідальності. Вони у формальному, але неактивному (як ціль фінансової стабільності) та імпліцитному (як підтримка широкої економічної політики уряду, адже в базовій цільовій функції інфляційного таргетування, окрім відхилення інфляції від цілі, є й розрив ВВП або рі-

вень безробіття) були присутні й раніше. Але в активному стані з відомих причин була лише ціль стабільності грошової одиниці, здебільшого внутрішнього рівня цін. Відповідно, і довіра до центрального банку залежала від ефективності виконання цієї цілі. Криза, що розпочалася з фінансового сектора, актуалізувала ціль фінансової стабільності. Коли центральним банкам вдалося стабілізувати фінансові ринки, вони взяли на себе ще одну місію – забезпечити вихід з рецесії. Інструментом “останньої надії” стала політика quantitative easing (QE) – викупу центральними банками активів у великих масштабах. Тепер уже довіра ринків і суспільства до цих центральних банків і політики уряду в економічній сфері в цілому залежить від виконання усіх цих трьох цілей, якими б не були законодавчі мандати центральних банків.

Спробуємо оцінити, чого вдалося і чого не вдалося досягти за допомогою політики кількісного пом'якшення (QE) розвиненим ринковим економікам, а також чи можливе застосування цієї політики за сучасних умов в Україні.

Політику QE в її класичній формі було розроблено для використання в розвинених ринкових економіках. Теорія трансмісійного механізму QE передбачає наявність дуже зрілого ринкового середовища. В теорії стимулюючого впливу на сукупний попит політика QE мала досягти через такі канали:

1) *надання сигналів про майбутню відсоткову політику центробанку:* якщо на момент запровадження QE існує загроза дефляції в середньостроковій перспективі, тобто дефляція чи помітно нижча від цільового рівня інфляція вже відображена в очікуваннях ринкових агентів, то готовність центрального банку до рішучих дій може сприяти зниженню реальних відсоткових ставок. Це досягається двома шляхами: а) завдяки зниженню номінальних довгострокових ставок, якщо оголошення програми купівлі активів розцінюватиметься як намір монетарної влади утримувати низькі відсоткові ставки за своїми операціями протягом тривалого часу; б) завдяки зниженню реальних відсоткових ставок, якщо зростає впевненість ринку в тому, що центральний банк не допустить дефляції і виведе інфляцію на цільовий рівень, – тоді інфляційні очікування зростають, а реальні відсоткові ставки падають;

2) *вузький канал збалансування портфеля (narrow portfolio balance channel) – впливає на ціни і доходність тих активів, з якими працює*

<sup>9</sup> McCulley P., Pozsar Z. Helicopter Money: Or How I Stopped Worrying and Love Fiscal-Monetary Cooperation. – Global Interdependence Center Global Society of Fellows, 2013. – 37 p.

<sup>10</sup> Blanchard O. Rethinking Macroeconomic Policy. Posted on April 29, 2013 by IMFdirect (<http://blog-imfdirect.imf.org/2013/04/29/rethinking-macroeconomic-policy/>).

центрального банку. Різновидом QE є політика credit easing, яка має на меті відновити роботу тих сегментів кредитного ринку, які зазнали колапсу (купівля ФРС іпотечних облігацій, Європейським центральним банком – облігацій з покриттям та суверенних цінних паперів проблемних членів єврозони):

3) *широкий канал збалансування портфеля* (broad portfolio balance channel). Якщо ремонт проблемних сегментів не допомагає відновити роботу фінансового ринку в цілому, якщо решта реальних відсоткових ставок залишаються високими через високі премії за ризик, за ліквідність, за строковість або через дефляційні очікування, центральний банк викупує довгострокові державні цінні папери. Розмір цього ринку більший, тому більший ефект. Таким чином намагаються добитися зниження довгострокових ставок безпосередньо через премію за строковість, а не через вплив на короткострокові ставки. Розраховують, що впадуть ставки і за субститутами державних цінних паперів, субститутами субститутів тощо.

4) *канал впевненості* (confidence channel) – вплив QE безпосередньо на сукупний попит. Центральний банк (ЦБ) міняє цільову функцію, повідомляє, що продовжуватиме QE, доки не буде досягнуто певних реальних показників, зокрема рівня зайнятості (так було під час QE3 в США і у Великій Британії). Це сигналізує про готовність ЦБ діяти, покращує споживчі й ділові настрої, а якщо є загроза дефляції, то підвищує інфляційні очікування й, таким чином, знижує реальні відсоткові ставки, збільшує попит на запозичення.

Отже, відповідно до цієї теорії, ефективність політики QE потребує таких передумов: 1) широкого, глибокого і гнучкого фінансового ринку; 2) наявності потужного середнього класу, щоб уникнути перетікання грошей QE відразу на споживчий ринок і провокування інфляції; 3) розвинутої внутрішньої промисловості, щоб гроші QE не перетікали на зовнішні ринки і не дестабілізували валютний ринок; 4) центральний банк і уряд в цілому повинні мати тривалий досвід ефективного діалогу і обміну інформацією з ринками і широкою громадськістю.

Як же спрацювали названі вище чотири групи каналів у країнах, що практикували QE? Численні дослідження приводять до схожих висновків.

QE в розвинутих ринкових економіках *досягли успіху* у: 1) відновленні роботи ринків тих цінних паперів, які викупував центра-

льний банк (як забезпечені іпотекою цінні папери у США чи покриті облігації і державні облігації в єврозоні); 2) у стримуванні дефляційних очікувань (у США, Японії, Великій Британії і, як очікується, у єврозоні), тобто суспільство і ринки оцінювали QE як інфляційний інструмент; 3) у зниженні вартості запозичень успішного бізнесу (тобто там, де ефективні канали інвестицій уже були, вони стали ще дешевшими); 4) у стимулюванні сукупного попиту через дію каналу впевненості чи довіри (гарантуючи громадськості, що центральний банк готовий зробити усе, щоб допомогти економіці).

QE *не досягла успіху* у відновленні банківського кредитування реального сектора. Лише у США в кінці 2013 р. кредитування бізнесу вийшло на докризовий рівень, коли економіка вийшла на стійку траєкторію зростання, і це збіглося з початком згорання програми QE. Ні в Японії, ні у Великій Британії, ні в єврозоні цього не відбулося. Очікувалося, що в зрілій ринковій економіці з широким, глибоким і гнучким фінансовим ринком гроші QE “просочаться” по всій економіці, але цього не сталося. Широкий канал збалансування активів – тобто ланцюговий вплив на ціни різних активів шляхом викупу певних їх видів центральним банком – також не спрацював. Продавці активів часто воліли “сидіти на ліквідності”, притримуючи готівку, отриману за активи, про що свідчить статистика надлишкових резервів банків. І причина, як гадається, не лише в адаптації банків до нових стандартів нагляду – просто навіть ринкова економіка не виявилась настільки чудодійно гнучкою, щоб просто завдяки вливанням грошей створити нові канали для їх освоєння.

І в результаті саме такої дієвості каналів QE ми маємо, здавалося б, парадоксальні процеси: надання Європейським центральним банком наддешевого кредиту у розмірі одного трильйона євро на два роки не допомогло вийти навіть з негативної динаміки кредитування, а самого лише оголошення програми необмеженої купівлі цінних паперів європейським центральним банком (програми ОМТ) у 2012 р., без її реалізації, і заяви Президента ЄЦБ, що “ми готові на все”, виявилось достатньо, щоб стабілізувати ринок суверенних цінних паперів. І саме через це очікуваний потужний раунд QE в єврозоні включатиме не лише довгострокові кредити, прив’язані до динаміки кредитування банками реального сектора, але

й масштабну програму викупу різних цінних паперів, забезпечених активами.

Кредитний канал класичного QE не працює, і це на власному гіркому досвіді давно зрозуміли економіки з ринками, що формуються. Вони намагаються будувати канали для QE, зокрема, створюючи інститути розвитку, що можуть ефективно транслювати експансійні заходи уряду й центрального банку в економіку.

Підтримка національних інститутів розвитку центральним банком робить дієвим кредитний канал QE. Ці інститути можуть забезпечити досягнення *позитивних макроекономічних ефектів від мікроекономічних рішень бізнесу* (наприклад, вплив рішень про придбання машин, обладнання й сировини на платіжний баланс та впливи цих рішень на економічну безпеку в контексті геополітичних загроз), а також *допомогти розвитку національного фінансового ринку*.

Монетарна політика в Україні теж не була просто політикою стабільності грошової одиниці. Уже постфактум проявляється її роль у реалізації певних моделей економічного зростання. Завжди мала місце певна форма монетарного стимулювання. Монетарне стимулювання економіки України з 1999 р. здійснювалося спочатку шляхом курсової підтримки експортноорієнтованих галузей промисловості, потім – за рахунок толерантної політики щодо валютного кредитування населення; у 2012–2013 рр. (коли ефективність курсових механізмів стимулювання знизилась, а у випадку з кредитуванням населення їх стало неможливо використовувати) відбувалося стимулювання споживання, але вже через посилення кредитування уряду. Сума ОВДП у портфелі НБУ зросла з 17 млрд грн у 2008 р. до 266,4 млрд грн у кінці вересня 2014 р., або майже в 15,7 раза. Якщо в кризовому 2009 році абсолютний приріст цієї величини становив 41,6 млрд грн, то в 2013 р. – 41,5 млрд грн, а за 9 місяців 2014 р. – 119,3 млрд грн. Приріст державних облігацій у портфелях вітчизняних банків у 2013 р. становив 10,3 млрд грн, а за 9 місяців 2014 р. – 9,1 млрд грн. Частка НБУ серед держателів державних цінних паперів зросла з 53,5% у 2011 до 69,1% у серпні 2014 р. Куди ж спрямовувалися емітовані через ринок державного боргу гроші? У 2009 р. відбувся провал в інвестиціях. У 2007 р. частка валового нагромадження основного капіталу становила 27,5%, у 2008 р. – 26,4%, а вже в 2009 р. вона падає до 18,3%. Цей провал державі не вдасться

заповнити. На тлі підготовки до Євро-2012 частка валового нагромадження основного капіталу у ВВП незначно зросла до 18,6% у 2011 і 19,5% у 2012 р., але у 2013 р. знову впала до рівня 2009 р. – 18,1% ВВП. *Частка же кінцевих споживчих витрат домашніх господарств у ВВП продовжувала зростати: з 61,4% у 2008 до 63,7% у 2009 р.; 66,5% у 2011, 68,2% у 2012 до 73,1% у 2013 р.* Особливо стрімким було зростання частки споживання у 2013 р. – на 4,9 в.п.

Отже, як зробити політику QE ефективною в Україні, де маємо високу інфляцію й інфляційні очікування, обмеження, встановлені Меморандумом про співпрацю з МВФ, нагальну потребу у післявоєнній відбудові і модернізації промисловості і ризику платіжного балансу?

**По-перше**, спрямовувати гроші QE через національні і міжнародні інституції розвитку й проектні компанії.

**По-друге**, об'єктом програми QE можуть бути або економічно обґрунтовані проекти з передбачуваним графіком окупності, або проекти, які полегшують ведення бізнесу в Україні, такі як пов'язані з розвитком інфраструктури, (справді, інвестори можуть бути зацікавлені не лише в простому отриманні прибутку, але й в більш широких вигодах, які вони отримують від розвитку інфраструктури перспективного українського ринку).

**По-третє**, не перекладати валютні ризики на підприємства, які не є експертами з хеджування, слід залучати міжнародні фінансові інституції до фінансування проектів модернізації промисловості й інфраструктури, і перш за все шляхом стимулювання випуску ними гривневих облігацій. Влітку 2013 р. це стало можливим завдяки внесенню відповідних змін до законодавства.

**Четверте**, інструментарій QE Національного банку в цьому разі може включати купівлю цих облігацій на вторинному ринку та рефінансування банків під заставу цих цінних паперів.

**П'яте**, позитивних ефектів довіри від оголошення QE, що є такими потужними в розвинених економіках, в Україні може бути досягнуто від оголошення НБУ готовності підтримати чітко сформульовану програму післявоєнної відбудови і промислової модернізації у поєднанні з виваженим підходом до загрози інфляції.

Вище ми зазначали, що ринки й громадськість сьогодні оцінюють діяльність центральних банків, що активно включилися у подолан-

ня фінансової кризи і депресії, за ширшими, ніж раніше, критеріями. Спробуємо і ми оцінити ці критерії довіри до Національного банку, що де-факто діють на сучасному етапі (в порядку спадання вагомості):

1) динаміка обмінного курсу – увага ринків і суспільства прикута в першу чергу до неї (і тут суспільство та ринки діють цілком раціонально: курсовий канал є поки що найпотужнішим у монетарній трансмісії);

2) стійкість банківської системи і спроможність Національного банку забезпечити її очищення і оздоровлення;

3) як би дивно це не виглядало з точки зору традиційних підходів – ефективність Національного банку у наближенні підвідомчих йому операцій, таких, як валютні, операції рефінансування, операції оздоровлення або виведення з ринку проблемних банківських установ, до цивілізованих стандартів здорової конкуренції. Посилення уваги до цього зумовлена не лише гостротою банківської кризи (адже кризи траплялися і раніше), але й з інтенсифікацією гро-

мадських рухів. Сьогодні ми маємо не лише об'єднання багатостраждальних ошуканих вкладників, але й громадські рухи, що мають на меті не відстоювання особистих інтересів і порушених прав, а реформування у різних секторах економіки й суспільного життя;

4) цивілізована політика комунікації НБУ, що має полягати не лише в оприлюдненні й обґрунтуванні різноманітних дій *ad hoc*, а комунікація, що відображає логіку монетарної політики і банківського та валютного регулювання з точки зору чітко окреслених цілей Національного банку;

5) використання Національним банком усіх можливостей для підтримки політики уряду в умовах воєнної економіки, післявоєнної відбудови, модернізації і переорієнтації в умовах актуалізації геополітичних загроз;

б) спроможність забезпечити такий рівень інфляції, який би мінімізував її вплив на конкурентоспроможність економіки (на РЕОК) і не набув здатності до самовідтворення у зростаючих масштабах.