

## НАУКОВІ ДИСКУСІЇ

УДК 330, 336, 338, 339

Т. Є. УНКОВСЬКА,  
доктор економічних наук,  
провідний науковий співробітник  
ДУ “Інститут економіки і прогнозування НАН України”  
(Київ),  
Н. І. ДЕМЧУК,  
кандидат економічних наук,  
доцент кафедри фінансів  
Дніпропетровського державного аграрного університету

### ЧИ МОЖЛИВЕ ЕКОНОМІЧНЕ ДИВО В УКРАЇНІ? \*

*Досліджено взаємозв'язок між надмірною концентрацією доходів і каналами поширення кризи як у глобальному масштабі, так і на рівні економіки України. Показано, що з розуміння цього взаємозв'язку випливає більш глибоке усвідомлення факторів, які перешкоджають реалізації потенціалу “економічного дива” в Україні, ризиків неефективних напрямів державних видатків і зростання державного боргу.*

**Ключові слова:** фінансово-економічна криза, концентрація національного доходу, стиснення попиту, державний борг, “золоте правило накопичення боргу”, “економічне диво”.

---

T. E. UNKOVSKA,  
Doctor of Econ. Sci.,  
Leading Sci. Researcher,  
Institute for Economics and Forecasting of the NASU  
(Kyiv),  
N. I. DEMCHUK,  
Cand. of Econ. Sci.,  
Assoc. Prof. of the Chair of Finances,  
Dnipropetrovs'k State Agrarian University

### IS IT POSSIBLE THE ECONOMIC MIRACLE IN UKRAINE?

*The interrelation between the excessive concentration of incomes and the channels of propagation of the crisis on the global scale and on the level of Ukraine's economy is studied. It is shown that the comprehension of this interrelation yields a deeper understanding of factors hampering a realization of the “economic miracle” potential in Ukraine, risks of inefficient public spending and a growth of the public debt.*

**Keywords:** financial and economic crisis, concentration of the national wealth, contraction of the total demand, public debt, “golden rule” of public debt, “economic miracle”.

---

\* Матеріал публікується в порядку дискусії, започаткованої академіком НАН України В.М. Гейцем і членом-кореспондентом НАН України А.А. Гриценком статтею “Вихід з кризи (Роздуми над актуальним у зв'язку з прочитаним)” // Економіка України. — 2013. — № 6. — С. 4–19.

Як ми створили незалежну державу і “сінгапурське економічне диво” в бідній ресурсами, відсталій, роз’єднаній, багатомовній країні та здійснили стрибок з “третього світу” в перший? ... Величезним труднощам ми протиставили чесний компетентний уряд, ефективну стратегію, дисципліну і винахідливість у подоланні перешкод.  
*Лі Куан Ю,  
батько “сінгапурського економічного дива”*

Є два типи людей: одні котять світ,  
а другі біжать поруч і кричать: “Боже, куди котиться цей світ!”

### Мета дискусії

Мислення і психіка сучасної людини перебувають під постійним тиском інформаційних потоків про кризи різних типів і масштабів. Протягом останніх років в інформаційному просторі України домінують теми глобальної фінансової кризи, економічної кризи в країні, кризи влади, кризи довіри. Публічні дискусії політиків, економістів, приватні розмови “на кухнях” і в бізнес-середовищі обертаються навколо тем зловживань, політичної та економічної боротьби без правил, корупційних скандалів, кризи можливостей цивілізованої реалізації особистості в цій країні. Посилюється соціальне напруження, формується масове відчуття руйнівної стихії глобального і місцевого масштабів, якій важко протистояти і яку нелегко повністю осмислити. За недостатності чітких орієнтирів і лідируючої сили, яка мала б стійку довіру в суспільстві та бачення ефективної стратегії розвитку країни, таке “наелектризоване” суспільне середовище саме по собі є генератором кризових процесів. Підвищується ймовірність того, що незначний економічний шок або інформаційний привід може стати “спусковим гачком” до соціального вибуху і перетворити окремі спалахи невдоволення в некеровану лавину. Говорячи мовою нелінійних систем, суспільство перебуває в так званій точці біфуркації. Це означає сильно нестійкий стан, у якому під впливом невеликого поштовху можуть виникнути лавиноподібні процеси, які можуть розвиватися за однією з декількох траєкторій, що ведуть до якісно різних наслідків. Простіше кажучи, це перехрестя, на якому на багато років наперед визначається майбутня траєкторія розвитку країни – руйнівна або створювальна.

У такій ситуації надзвичайне значення має відповідальна і соціально активна позиція вчених-економістів, а також їх конструктивна діяльність як мінімум в інформаційному полі країни для формування у суспільстві ясного неупередженого бачення економічної ситуації, в якій перебуває Україна, ризиків існуючої політики і конструктивного пошуку ефективної стратегії виходу з кризи. З цієї точки зору інтерес становить проводжувана на сторінках журналу дискусія про природу кризи і шляхи виходу з неї. Обговорюється книга Нобелівського лауреата з економіки П. Кругмана “Вихід з кризи є” [1], розвивається його теза про необхідність збільшення державних видатків для стимулювання внутрішнього попиту, пропонується ряд плідних ідей для розвитку економіки України.

Необхідність в Україні державної політики, яка б стимулювала зростання внутрішнього попиту, створення робочих місць, оптимальних умов для розвитку бізнесу та економіки в цілому, не викликає сумнівів. Ясно також, що це вимагає певних

державних витрат. Судячи з офіційних даних Міністерства фінансів \*, в Україні спостерігаються зростання державних видатків, збільшення державного боргу і бюджетного дефіциту. При цьому катастрофічно скорочується фінансування науки, освіти, охорони здоров'я, посилюється тиск на бізнес. “Бомба економії”, за термінологією П. Кругмана, в економіці України парадоксальним чином поєднується із зростанням державних витрат і державного боргу. Розв'язання парадокса пов'язано з відповідями на прагматичні запитання: **куди** направляються зростаючі державні видатки і **як** використовуються кошти, одержані від державних запозичень? Чи стимулюють вони попит на внутрішньому ринку, чи сприяє існуюча політика створенню робочих місць і нормальних умов для розвитку економіки? Для проведення ефективної політики економічного зростання важливим є розуміння тих явних і прихованих пасток, які перешкоджають розвитку внутрішнього попиту і поживленню економіки навіть за зростаючих державних видатків і державного боргу. До завдань цієї статті входить розгляд ризиків з боку як глобальної кризи, так і існуючої внутрішньої політики.

Для формування адекватної системи антикризових заходів в Україні необхідно розуміти головні тренди в розвитку глобальних кризових процесів. Логіка розвитку подій підказує, що проблеми виходу з кризи у розвинутих країнах пов'язані не стільки з нерозумінням економічної теорії, на що часто списують невдачі в макрорегулюванні, скільки з прагматичними проблемами жорсткої боротьби фінансових і геополітичних інтересів великих гравців. Ще у вересні 2008 р. після початку глобальної кризи президент США Дж. Буш добився згоди Конгресу на надання пакета допомоги для Уолл-стріт обсягом 700 млрд. дол. Лобістські структури голосом сенатора Дж. Грегга озвучували катастрофічні ризики: “Якщо ми цього не зробимо, Америку накриють темрява і хаос, настане розкол. Ми не можемо ризикувати такою ціною” [2, с. 44]. Фінансову допомогу одержали найбільші банки і пов'язана з ними велика страхова компанія AIG. Як пише Р. Райх, менше ніж через рік 6 найбільших банків Уолл-стріт стали ще більшими, їх голови і трейдери стали ще багатшими і продовжили глобальну велику гру на чужі гроші. Банки Уолл-стріт, автори і творці “фінансової бульбашки”, яка спровокувала глобальну кризу, видали своїм керівникам десятки мільярдів доларів у вигляді бонусів. Водночас у реальному секторі та повсякденному житті величезної кількості американців панували темрява, хаос і розкол – незважаючи на прогнози сенатора Грегга [2].

Поширюючись через транснаціональні фінансові та зовнішньоторговельні канали, глобальна криза торкнулася практично всіх країн. У різних країнах вона проявила себе по-різному – у формі руйнування найбільш уразливих ланок економіки і загострення найбільш суттєвих суперечностей.

Для більш глибокого розуміння явних і прихованих небезпек для економіки України, які несуть у собі й сама криза, й певні запобіжні заходи, до яких вдається уряд, потрібен цілісний широкий погляд на процеси, що відбуваються. Яскраві, болючі, емоційно забарвлені окремі питання не повинні заслонити глибинних причин і потужних прихованих тенденцій, що формують реальність. Розуміння

---

\* Дефіцит держбюджету за січень – березень поточного року становив 4,5 млрд. грн., а загальний фонд держбюджету виконано з рекордним показником дефіциту за останні 4 роки – 7,053 млрд. грн. (у 2011 р. – 2,053 млрд., у 2010 р. – 5,997 млрд., у 2009 р. – 4,520 млрд. грн., у цілому за 2012 р. дефіцит держбюджету зріс у 2,3 раза – до 53,387 млрд. грн.) [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.minfin.gov.ua>.

цих тенденцій дозволило б виробити перспективне стратегічне бачення розвитку економіки, яке б позитивно мотивувало і консолідувало українське суспільство.

**Глобальна фінансова криза: ідеальний шторм або керований хаос?**

Часто фінансові кризи — це не що інше, як цільові поршневі удари, за допомогою яких великий фінансовий капітал поглинає колективний “надлишок” доходів націй, зосереджуючи його у своєму басейні.

*М. Нордау*

“Ви боретеся не стільки зі мною, скільки з людською природою”, —  
*професор Моріарті Шерлоку Холмсу*

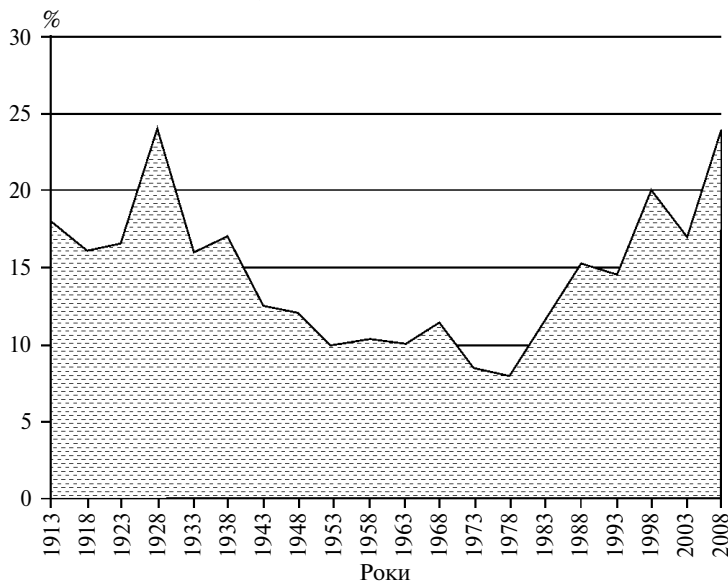
Сучасна глобальна фінансова криза часто описується як феномен “ідеального шторму”, тобто як певна некерована руйнівна стихія, яка раптово обрушується на фінансові ринки, а згодом на реальну економіку. Таке розуміння кризи передбачає, що її жертвами стають банківські системи, у тому числі найбільші транснаціональні банки, а рятівниками — центральні банки і уряди. На роль винуватців кризи “призначаються” непередбачувана і нестабільна природа ринків, недостатньо розвинута економічна наука, неправильне розуміння економічної теорії, моделі, які не були спроможними спрогнозувати кризу, та інші неперсоніфіковані фактори. У цих звинуваченнях, які поширилися з початком кризи, помилково або навмисно змішуються дві принципово різні категорії — досягнутий рівень розуміння процесів економічною наукою в цілому і прогностична сила тієї частини економічної теорії, яка використовується органами макрорегулювання і нагляду. Вже задовго до початку поточної кризи та частина економічної науки, для якої вона була очевидною, органами регулювання ігнорувалася [3]. Більше того, інституціональні протиотрути фінансовим кризам, які були вироблені у 1930-х роках, після Великої депресії, та забезпечили фінансову стабільність протягом півстоліття, з 1980-х років почали активно руйнуватись. Як відомо з багатьох джерел, зокрема з книги П. Кругмана [1], з 1980-х років у США розпочався масштабний наступ на банківське регулювання. Першим етапом стало підписання президентом Дж. Картером закону про дерегулювання депозитних установ і грошово-кредитного контролю. Цей закон скасував норми, які забороняли банкам виплачувати проценти по багатьох видах вкладів. У 1982 р. Р. Рейган підписав закон Гарна — Сен-Жермена, який послаблював обмеження на види кредитів, які могли видавати банки. Наступний нищівний удар по основній опорі фінансової стабільності — закону Гласса — Стігалла (Glass — Steagall Act) — було завдано за часів президента Б. Клінтона. Історія цього питання описується так: “У 1998 році “Citicorp” — держатель акцій “Citibank” — об’єдналася з “Travelers Group”, у результаті чого утворилася компанія “Citigroup”. Ця угода — найвище досягнення Сенді Вейла, який став керівником нового фінансового гіганта. Існувала тільки одна невеличка проблема: злиття було незаконним. “Travelers Group” — страхова компанія, яка також володіла двома інвестиційними банками, “Smith Barney” і “Shearson Lehman”, а згідно із законом Гласса — Стігалла комерційні банки, такі як “Citi”, не мали права займатися страхуванням та інвестиційною діяльністю. Вейл вирішив змінити закон за допомогою Філа Гремма — сенатора з Техасу, голови комітету з банківських, житлових і міських питань... Його найвищим досягненням був закон Гремма — Ліча — Блайлі, який фактично скасував закон Гласса — Стігалла і заднім числом

легалізував злиття “Citi” і “Travelers” [1, с. 129] Дерегулювання банківського сектору спричинило різке зростання обсягу кредитування і кредитних ризиків, а також непомірне збільшення левериджу банківських структур. Був запущений лавиноподібний процес сек’юритизації банківських активів, емісії деривативів і виведення ризиків за баланси, що, врешті-решт, і призвело до закінчення епохи фінансової стабільності.

**Тенденція руйнівного дерегулювання банківського сектору**, яка періодично зумовлює появу криз, — це не нове і не випадкове явище. Вона супроводжує всю історію банківської діяльності й має глибоке економічне, психологічне та соціальне коріння [4]. З вибухом кризи ця тенденція, як правило, послаблюється або навіть повертає назад залежно від потужності кризових явищ і масштабу руйнувань. Якщо в суспільстві перемагають конструктивні сили, банківське регулювання входить у нормальні рамки фінансової безпеки. Проте, у міру пом’якшення наслідків кризи і послаблення інституційної пам’яті, знову наростає тиск лобі, за якими стоять інтереси великих транснаціональних фінансових структур.

Тенденція дерегулювання банківського сектору має глибинний зв’язок з іншим феноменом, який формує передумови кризи, — **концентрацією фінансових ресурсів у руках дедалі вужчого кола осіб**, іншими словами, із збільшенням розриву між доходами нечисленної фінансової “еліти” і решти населення.

Це явище, яке в літературі називається тенденцією зростання нерівності в доходах, точніше можна назвати **тенденцією до знищення середнього класу**. Колишній міністр праці в адміністрації Б. Клінтона Р. Райх наводить дані щодо динаміки розподілу доходів у США (рис. 1), які наштовхують на цікаві аналогії між Великою депресією 1929–1933 рр. і сучасною глобальною кризою.



**Рис. 1. Динаміка частки загального доходу, що надійшла до 1% найбагатших людей США [3]**

Частка загального доходу, що надійшла до вузького кола найбагатших людей, які становлять 1% усіх американців, і на 1928 р., і на 2007 р. різко зросла практично до 25%. Аналогічна закономірність спостерігалася також для найбагатших 10%, які на кожному з цих піків отримували майже половину загального доходу американської нації. Згідно з дослідженнями Т. Пікетті та Е. Саеза [5], у ці самі періоди

спостерігалися відповідне зниження частки реальних доходів решти 90% американців і різке зменшення чисельності середнього класу, замасковане “кредитним бумом”. Підтримувати звичні стандарти споживання ця частина населення могла тільки за рахунок дедалі зростаючих споживчих кредитів. І 1928 р., і 2007 р. – це роки максимального загострення нерівності у розподілі доходів населення США; водночас ці роки передували початку глобальних криз і глибокої депресії економіки. Після краху 1929 р. масштаби кризи спонукали країну шукати способи подолання проблем, що вразили економіку до її основ, сконцентрувати політичну волю і провести фундаментальні економічні реформи, зробити більш жорстким регулювання діяльності банків, зокрема, прийняти закон Гласса – Стігалла. Результатами реформ стали повернення банківської системи в межі фінансової безпеки, зниження нерівності в розподілі доходів і значне зростання середнього класу. Це привело до тривалого і вагомого скорочення частки доходів, сконцентрованих у 1% найбагатшого прошарку, яке досягло свого мінімуму в 7,5% і тривало до 1980-х років. Цей же півсторічний період характеризується як найтриваліший період фінансової стабільності й сталого зростання в економічній історії США. З 1980-х років під впливом лобістських структур розпочався процес дерегулювання банківської системи і руйнування загороджувальних бар’єрів, які забезпечували фінансову стабільність. Концентрація доходів фінансової “верхівки” суспільства знову почала зростати і економічна нерівність різко загострилася. Досягнення критичного рівня цієї концентрації (близько 25%) припало на 2008 р. – рік початку глобальної фінансової кризи. У цьому зв’язку особливий інтерес викликають два фундаментальних запитання:

1. Як взаємопов’язано зміни у фінансовому регулюванні та процес загострення нерівності у розподілі доходів?

2. Яким чином зростання нерівності в доходах впливає на формування передумов фінансових криз?

Перше питання досить глибоко досліджено багатьма авторами. Ясно, що саме різке збільшення доходів фінансової “верхівки” суспільства є головною мотивацією і рушійною силою, яка призводить до змін у регулюванні діяльності великих фінансових структур. Розглянемо їх наслідки детальніше.

У цілому, існування нерівності в розподілі доходів у допустимих межах – це нормальне явище, яке відображає природні відмінності між людьми у здібностях, підприємницькій активності, винахідливості, вкладанні енергії, капіталу, взятті на себе ризиків і відповідальності за них. Така конструктивна нерівність є рушієм економічного розвитку суспільства, наслідком нормальної та чесної боротьби конкурентних сил. Так, батько “економічного дива” повоєнної Німеччини Л. Ерхард зазначав, що найефективнішим заходом для досягнення і забезпечення добробуту суспільства є вільна і чесна конкуренція у сфері виробництва: “Вона одна дає можливість усьому населенню користуватися економічним прогресом, особливо, у їх ролі споживачів. Вона ж знищує всі привілеї, які не є результатом підвищеної продуктивності праці. Саме через конкуренцію може бути досягнута – у найкращому розумінні цього слова – соціалізація прогресу і прибутку. До того ж вона не дає згаснути особистому прагненню кожного до трудових досягнень. Усі зусилля можуть розраховувати на успіх лише доти, доки конкуренції не перешкоджають, або вона не усувається штучними чи юридичними маніпулюваннями” [6, с. 133]. Л. Ерхард попереджав про те, що *небезпека для вільної та чесної конкуренції існує завжди* і загрожує з усіх боків, особливо з боку могутніх впливових груп. На своє-

му досвіді створення німецького економічного дива він показав, що **захист вільної та чесної конкуренції — це одне з найважливіших завдань держави**. Якщо держава відступить у цій сфері, то незабаром можна буде попрощатися з **соціальним** ринковим господарством. Поняття “добробут для всіх” і “добробут через конкуренцію” нерозривно пов’язані. Перше є метою, друге — шляхом, що веде до цієї мети. Саме у цьому Л. Ерхард убачав фундаментальну відмінність соціального ринкового господарства від класичної ліберальної економіки, в якій дозволено правове домінування великих впливових груп, що мають економічну могутність. На його думку, групові інтереси не повинні визначати державну економічну політику. Не можна допустити розпаду цілісної економіки на частини — групові інтереси. Банківське дерегулювання, яке розпочалося в розвинутих країнах з 1980-х років, сформувало привілейоване становище на ринку великих фінансових структур, призвело до перекачування коштів з реального сектору в побудову глобальних фінансових пірамід, нічим не обмеженої асиметрії інформації та перекладання відповідальності за колосальні фінансові ризики, врешті-решт, на плечі всього населення — платників податків.

З цією аргументацією згоден і П. Кругман: “Коли ми запитуємо, чому вищі посадові особи не бачили небезпеки фінансового дерегулювання, на пам’ять відразу приходять знаменитий вислів Ептона Сінклера: “Важко примусити людину щось зрозуміти, коли її доходи визначаються тим, що вона цього не розуміє”. За гроші можна купити вплив, а за великі гроші — великий вплив. Політика, яка привела нас туди, де ми нині знаходимося, не принесла великої користі більшості, але для небагатьох людей на самій верхівці виявилася досить і досить вигідною, принаймні, на якийсь час” [1, с. 128].

Отже, фінансове дерегулювання, яке розпочалося у США у 1980-ті роки, через 25 років призвело до різкої концентрації доходів на полюсі нечисленної “фінансової еліти” і скорочення середнього класу. Яким чином це вплинуло на зростання макроекономічних дисбалансів і формування потужних передумов для початку кризи?

Одним з головних каналів цього впливу став парадоксальний феномен **стиснення внутрішнього попиту в економіці**. Протягом декількох десятиліть “кредитний бум” у США, послаблення кредитних стандартів, “бульбашки” на ринках активів, зниження інфляції, використання “гедоністичних індексів” створювали ілюзію зростаючих доходів і збільшення платоспроможного попиту. Як пише Р. Райх, американська економіка зростала як на дріжджах і середній клас закономірно розраховував на одержання своєї частки її плодів. Проте їхні очікування не виправдалися — їхні кошти не відповідали тому, що могла і повинна була дати зростаюча економіка. Дедалі більша частка доходу нації концентрувалася в руках дуже вузького кола людей, а зростаючі стандарти споживання для середнього американця могли бути задоволені тільки через дедалі глибше занурення в борги. З 1950-х і до початку 1980-х років заощадження становили 9–10% чистого доходу середнього американця, а до середини 2000-х вони впали до 3%. Віддзеркаленням цього став показник боргів за житло, який зріс з 55% від доходу родини у 1960-ті роки до 138% у 2007 р. [2]. Легку доступність кредитів було зумовлено зниженням кредитних стандартів унаслідок фінансового дерегулювання, сек’юритизації, “цінової бульбашки” на ринку нерухомості. Найбільш заможна частина суспільства — фінансова “верхівка” — у ситуації слабого контролю з боку держави використала свої швидкозростаючі доходи і

доступ до кредитів для глобальних оптових спекуляцій з певними наборами активів, що провокувало виникнення “фінансових бульбашок”. Попит на споживчі товари цієї невеликої частини населення – “фінансової еліти”, – незважаючи на її високі стандарти споживання і схильність до розкоші, був мізерним порівняно з рівнем споживчого попиту, необхідним для нормального розвитку всієї економіки. Такий тип непродуктивного і патологічно перекрученого економічного “розвитку” призвів, урешті-решт, до накопичення глибоких структурних дисбалансів:

- концентрації величезної купівельної спроможності в руках дуже вузького кола людей, заінтересованих вкладати кошти не у споживчі товари, а в оптові фінансові спекуляції. Якби ця купівельна спроможність була розподілена в суспільстві більш рівномірно і потрапляла до середнього класу, то вона забезпечила б приплив цього попиту на внутрішній ринок споживчих товарів і тим самим стимулювала б розвиток внутрішнього реального сектору;
- відриву транснаціональних корпорацій реального сектору від внутрішнього ринку робочої сили і перенесення виробництва у країни, що розвиваються;
- зростання безробіття, знищення середнього класу і зниження його масової купівельної спроможності;
- стиснення сукупного внутрішнього споживчого попиту та його невідповідності можливостям розвитку економіки;
- послаблення кредитних стандартів, зростання заборгованості в усіх секторах економіки та виникнення кризи.

Р. Райх робить неочевидний висновок про те, що високий рівень заборгованості в суспільстві є не причиною, а симптомом подібних криз: “Їх справжня причина лежала глибше – вона лежала у швидкозростаючій різниці між сумами, які люди заробляли як працівники і витрачали як споживачі. А також у різко зрослій частці загального доходу, яка надходить до верхівки. Якби частка доходів середнього класу не впала, споживачам з цього класу не довелося би залізти так глибоко в борги, щоб підтримувати середній рівень життя. Отримуй багаті меншу частку, вони ніколи не роздули б вартість спекулятивних активів до таких висот” [2, с. 27].

Що у розумінні цих процесів є важливим для економічної політики в Україні? По-перше, необхідно добре уявляти собі майбутні тренди економічного розвитку в зовнішньому глобальному оточенні. По-друге, розуміння деяких глибоких аналогій могло б сприяти більш ефективній політиці в нашій країні.

#### **Накопичення ризиків в економіці України**

Коли дикунам хочеться заволодіти плодами, вони зрубують дерево.

*Ш. Монтеск'є*

Хоча у будь-якій економіці й існують групові інтереси, не вони повинні визначати лінію економічної політики. Конфлікт групових інтересів не веде до плідного синтезу. Не можна допустити розпаду народного господарства на складові частини – групові інтереси. Не можна йти шляхом розпаду, віддалятися від того всеосяжного, справжнього порядку в господарському житті, який один лише здатен гарантувати гармонію у соціальному житті народу. Тому нашим найважливішим завданням має бути попередження цієї небезпеки.

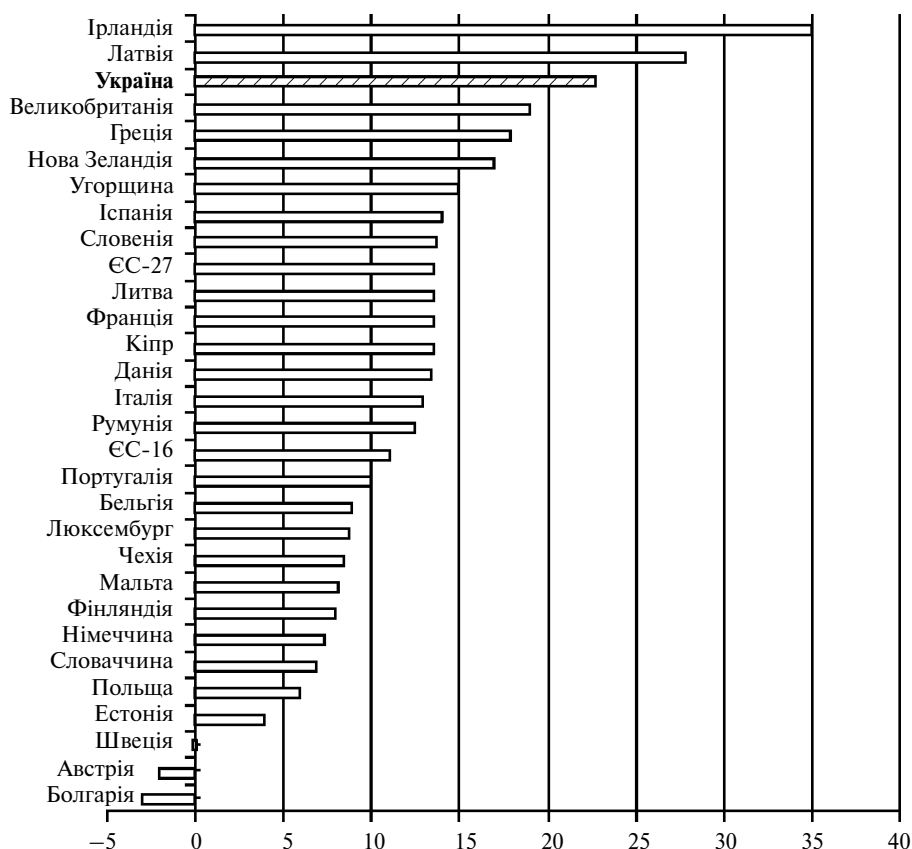
*Л. Ерхард*

Економічний розвиток у поточному році правильніше було б назвати макро-економічною деградацією: у I кварталі реальний ВВП України знизився на 1,1%



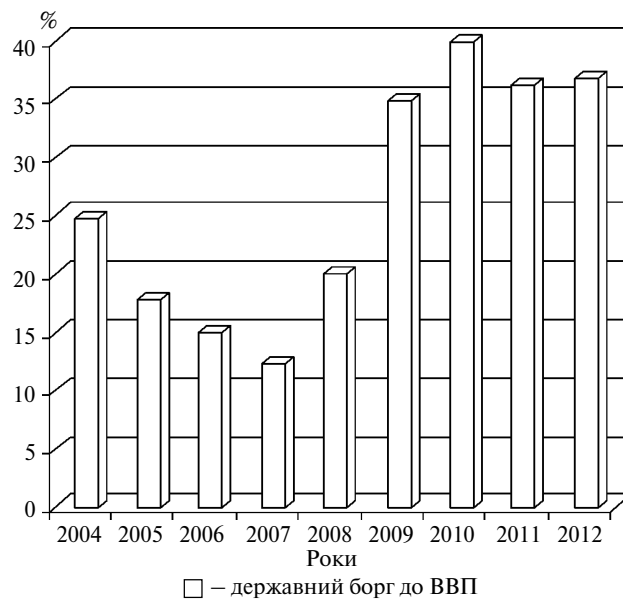
порівняно з аналогічним періодом минулого року; обсяги промислового виробництва впали на 5%, у переробній промисловості – на 9,5%, у транспортних перевезеннях – на 3,3%. Загальний фонд державного бюджету виконано з рекордним показником дефіциту за відповідний період протягом останніх 4 років – 7,053 млрд. грн. Світовий банк знизив прогноз зростання ВВП за поточний рік з 3,5% до 1%. Прогноз МВФ відповідає нульовому зростанню за підсумками року “за умови незмінності політики країни”, продовженню зниження обсягів виробництва в промисловості і транспортній галузі під впливом зовнішнього та внутрішнього попиту, падіння обсягів інвестицій. Державний борг України продовжує зростати і на 1 квітня 2013 р. становив 67,4 млрд. дол. За прогнозами Світового банку, на кінець року він становитиме 40,1% ВВП, у 2014 р. – до 41,5% ВВП.

Від початку глобальної фінансової кризи і донині швидке зростання державного боргу стало однією з найгостріших проблем для багатьох країн, втягнутих у кризу. Україна не змогла оминати цю проблему і протягом двох років після початку кризи – з 2007 р. і до кінця 2009 р. – знаходилася **серед країн з найвищими темпами зростання державного боргу** (рис. 2). Відношення її державного боргу до ВВП зросло з 12,7% у 2007 р. до 39,9% на кінець 2009 р., і донині відносна частка сукупного держборгу у ВВП залишається в зоні ризику, хоча і дещо зменшилася. На 31 грудня 2012 р. воно становило 36,6% (рис. 3).



**Рис. 2. Динаміка зростання державного боргу України порівняно з деякими країнами світу за період 2007–2009 рр.**

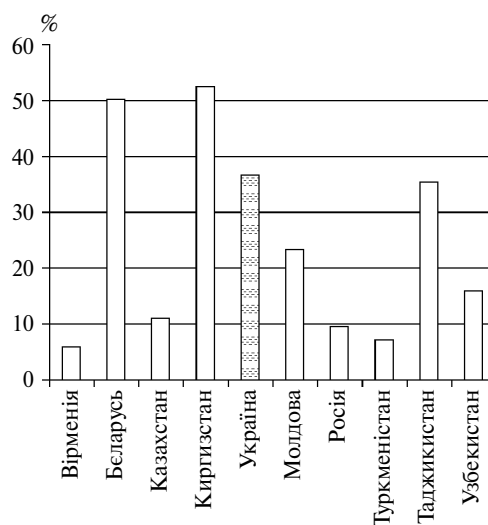
Джерело: дані НБУ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [www.bank.gov.ua](http://www.bank.gov.ua) та Світового Банку [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)



**Рис. 3. Відношення обсягу державного боргу до ВВП України у 2004–2012 рр.**

Джерело: дані НБУ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [www.bank.gov.ua](http://www.bank.gov.ua)

Серед країн СНД на кінець 2012 р. Україна залишалась у групі з найвищим відношенням сукупного державного боргу до ВВП, займаючи за цим показником ризику третє місце після Киргизстану і Беларусі (рис. 4).



**Рис. 4. Відношення обсягу державного боргу до ВВП по країнах СНД на кінець 2012 р.**

Джерело: дані центральних банків країн СНД

Практично всі міжнародні рейтингові агентства оцінюють кредитний рейтинг України як негативний (табл.).

У Бюджетному кодексі України встановлено граничне відношення державного і гарантованого державою боргу до ВВП на рівні 60%. Цей показник запозичений з практики ЄС, проте для України він не має достатнього обґрунтування з декількох причин. По-перше, на відміну від України, в ЄС до державного боргу належить більш широке коло зобов'язань. По-друге, внаслідок нерозвинутості

економіки і фінансових ринків граничний рівень державного боргу в Україні має бути нижчим, ніж у країнах ЄС. Це підтверджується багатьма дослідженнями по країнах, що розвиваються, і країнах з ринками, що формуються, зокрема, у відомій книзі К. Рейнхарт і К. Рогоффа [7]. Відповідно до їх досліджень, за останні 30 років 35% дефолтів було оголошено в країнах, відношення державного боргу яких до ВВП не перевищувало 40%. До таких країн належить і Україна, у якої в 1997 р. **перед оголошенням реструктуризації боргу (по суті, технічного дефолту) відношення державного боргу до ВВП становило 30,5%.**

**Кредитний рейтинг України станом на 31 грудня 2012 р.**

	Рейтингове агентство							
	S&P Rating	S&P Outlook	Moody's Rating	Moody's Outlook	Fitch Rating	Fitch Outlook	TE Rating	TE Outlook
Кредитний рейтинг України	B	Negative	B3	Negative	B	Stable	28.75	Negative

Унаслідок такої суперечливості в оцінках безпечного рівня сукупного державного боргу для економіки України необхідним є більш глибоке обґрунтування його граничного рівня, перевищення якого веде до надмірних ризиків дефолту. В документах МВФ безпечний рівень боргу визначається як рівень, за якого країна може: 1) своєчасно і в повному обсягу виконувати свої боргові зобов'язання без допомоги міжнародних фінансових організацій, без проведення реструктуризації цих зобов'язань або оголошення дефолту; 2) здійснювати державні запозичення на ринках капіталу за прийнятними ринковими процентними ставками.

Україна двічі опинялася в критичній ситуації, коли була неспроможна самостійно виконати свої боргові зобов'язання:

– наприкінці 1990-х років, що призвело до технічного дефолту і декількох реструктуризацій;

– у 2009 р., що призвело до звернення по допомогу до МФО (розмір якої був другим у світі після кредиту МВФ, наданого Угорщині).

В обох ситуаціях відношення сукупного державного боргу до ВВП знаходилося в проміжку 30–35%. З кінця 2009 р. він перейшов цю межу і досі перебуває в зоні підвищеного ризику (рис. 5). Оголошення дефолту і реструктуризації боргів вдалось уникнути завдяки допомозі МВФ. Кредитні ресурси МВФ, виділені Україні за програмою stand-by, були направлені не тільки на поповнення валютних резервів НБУ, але й на покриття дефіциту державного бюджету.

Ще чіткіше динаміку різкого зростання ризиків державного боргу відображає показник відношення сукупного державного боргу до доходів бюджету (рис. 6).

Якщо у 2007 р. сукупний державний борг становив 53,5% від доходів бюджету, то у **2010 р. він уже більш як у 1,5 раза перевищував бюджетні доходи і сягнув 179,7%**. Протягом 2011–2012 рр. він залишався високим і становив, відповідно, понад 150% і 148%.

Наскільки небезпечною є така ситуація з державним боргом для фінансової стабільності та економіки в цілому? Це визначається відповідями на два ключових запитання:

1. Наскільки обсяги і вартість запозичень є допустимими у порівнянні з державними доходами?

2. Наскільки ефективними є використання державного боргу та проведення макроекономічної політики стимулювання внутрішнього попиту та економічного зростання?

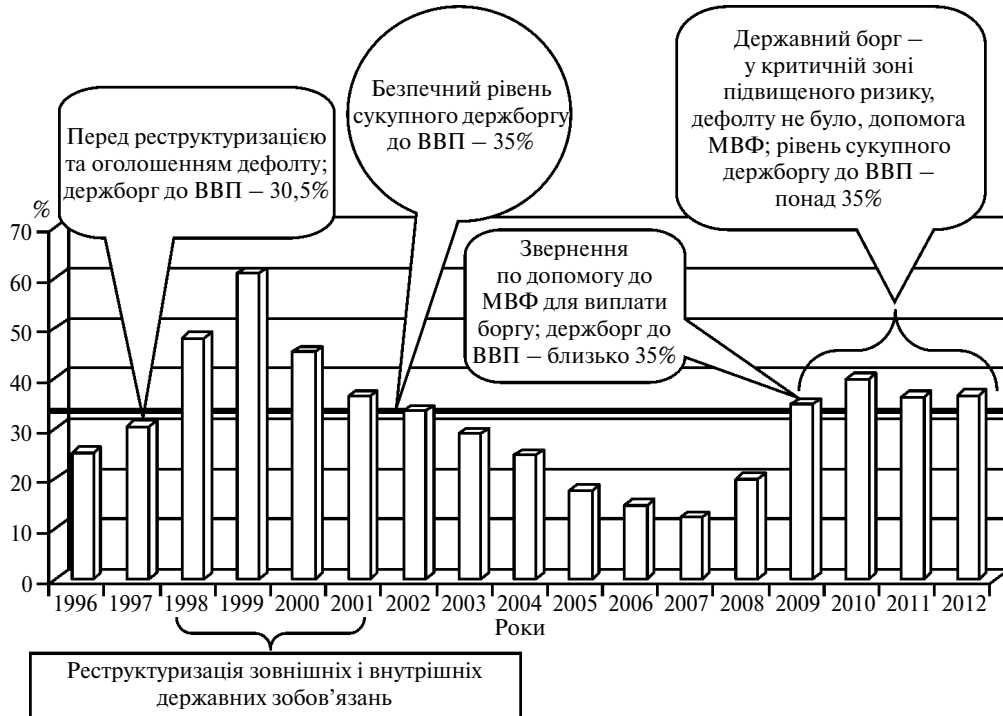


Рис. 5. Відношення сукупного державного боргу України до її ВВП та його безпечний рівень за період 1996–2012 рр. [8]

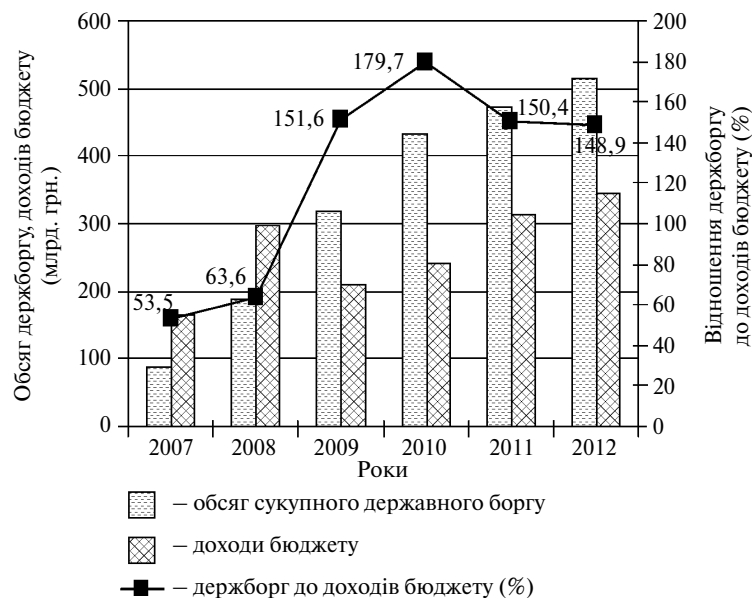


Рис. 6. Відношення державного боргу України до доходів бюджету у 2007–2012 рр.

Джерело: дані Міністерства фінансів [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [www.minfin.gov.ua](http://www.minfin.gov.ua)

Для розуміння основних загроз і ризиків для економіки з боку державних за-  
позичень необхідно враховувати фундаментальні закономірності динаміки дер-

жавного боргу. На рис. 7 подано схему кругообороту фінансових потоків в економіці, пов'язаних з накопиченням державного боргу та його погашенням. Ця схема ілюструє просту базову ідею. Для протікання цього кругообороту без потрясінь і криз необхідно, щоб залучені державою позикові кошти використовувалися настільки ефективно, щоб:

а) стимульовані ними економічне зростання і, відповідно, **зростання доходів бюджету** (безперервна лінія) **перевищували збільшення витрат з обслуговування цих позик** (пунктирна лінія);

б) забезпечувалася **не тільки платоспроможність, але й ліквідність** по державних зобов'язаннях, тобто строки надходження необхідних коштів від зростання мають відповідати строкам виплат по зобов'язаннях.

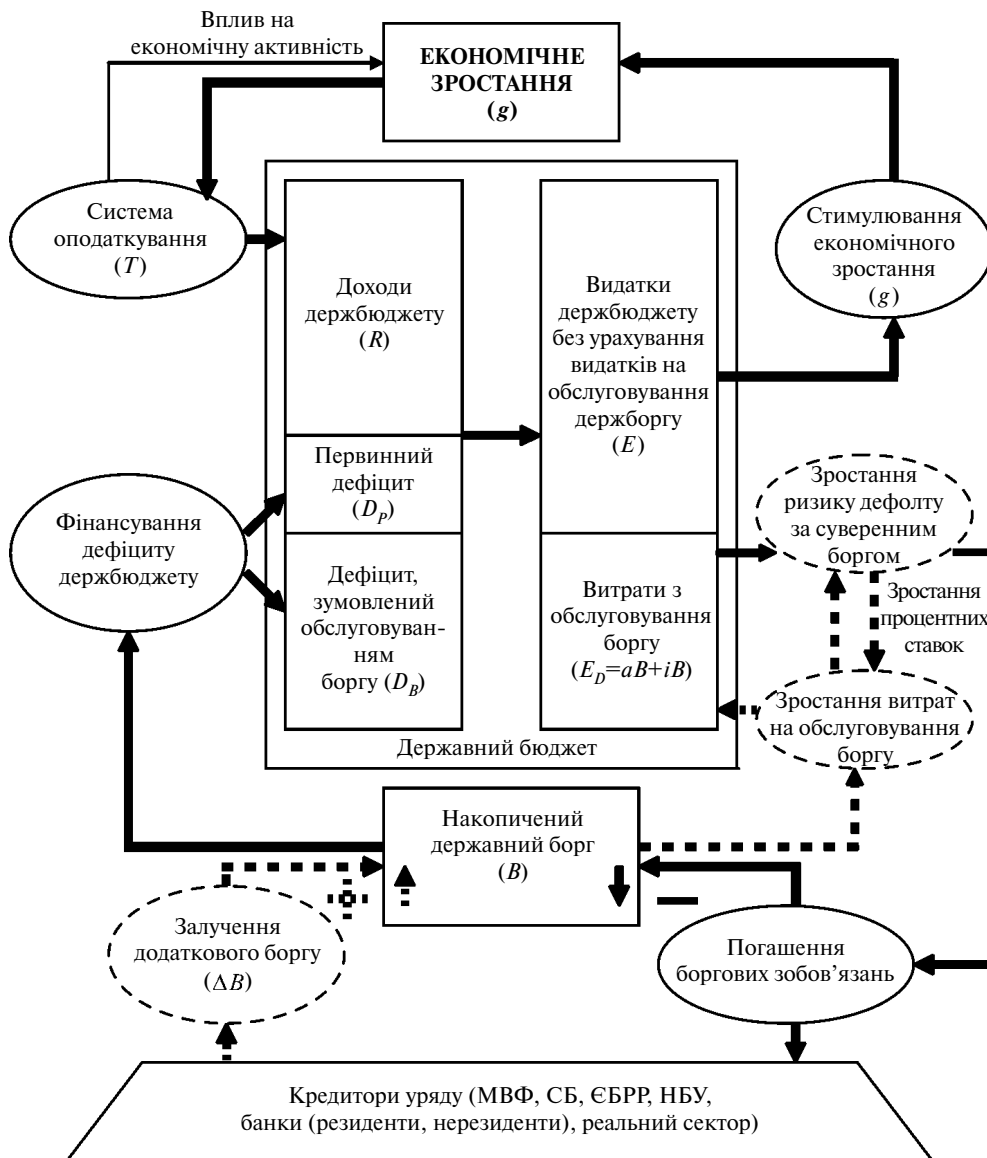


Рис. 7. Кругооборот в економіці фінансових потоків, пов'язаних з накопиченням і виплатою державного боргу

Джерело: розроблено авторами

У протилежному випадку неминучим стане загострення ризиків дефолту по державному боргу, що різними каналами може справити негативний вплив на фінансову стабільність і економіку в цілому.

Кількісне вираження цієї базової ідеї можна подати формулою

$$\Delta B_t = \underbrace{E_t - R_t}_{\text{первинний дефіцит}} + \underbrace{iB_{t-1}}_{\text{виплата процентів}}, \quad (1)$$

де  $B_{t-1}$  – накопичений державний борг на кінець  $t-1$  року;  $\Delta B_t$  – залучення додаткового боргу в  $t$ -му році;  $i$  – реальна процентна ставка;  $E_t, R_t$  – відповідно, державні видатки без урахування затрат на обслуговування боргу і доходи держбюджету в  $t$ -му році.

Звідси випливає **базове співвідношення динаміки державного боргу**, яке необхідно враховувати при здійсненні запозичень:

$$b_t = d_t + \frac{1+i_t}{1+g_t} b_{t-1}, \quad (2)$$

де  $b$  – відношення державного боргу до ВВП;  $d$  – відношення первинного дефіциту бюджету до ВВП;  $i$  – реальна ставка процентів по виплатах державних зобов'язань;  $g$  – реальне економічне зростання.

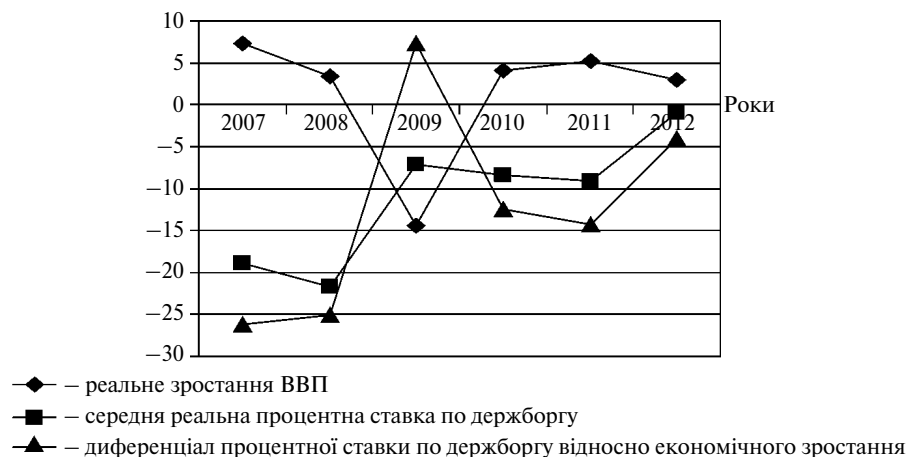
Чим є вищим реальне зростання, нижчими реальні ставки процентів по держборгу і більш жорсткою фіскальна політика (тобто первинний дефіцит бюджету від'ємний), тим безпечнішим і стабільнішим є процес накопичення державного боргу. Класичне “золоте правило накопичення державного боргу” полягає в додержанні нерівності

$$g_t > i_t, \quad (3)$$

тобто для того, щоб накопичення державного боргу залишалось в ustalених рамках, необхідно, щоб реальні темпи економічного зростання були вищими за реальні ставки процентів по виплатах державного боргу.

Різницю між реальною процентною ставкою та індексом економічного зростання називають **диференціалом процентної ставки відносно економічного зростання** ( $i-g$ ). Згідно із “золотим правилом”, він має бути від'ємним:  $i_t - g_t < 0$ .

Динаміку диференціалу процентних ставок по держборгу та економічного зростання для економіки України подано на рисунку 8.



**Рис. 8. Динаміка диференціалу процентної ставки по держборгу відносно економічного зростання України у 2007–2012 рр.**

Джерело: розраховано авторами за даними МВФ

З 2005 по 2008 р. унаслідок високої інфляції реальні процентні ставки перебували у від’ємній області, а економічне зростання — у додатній, тому протягом цього періоду диференціал був від’ємним. Проте у зв’язку з кризою і падінням реального економічного зростання до  $-14,4\%$  у 2009 р. диференціал процентної ставки та економічного зростання став додатним і сягнув  $7,3\%$ , що слугувало серйозним сигналом до загострення ризиків порушення стійкості державного боргу. Беручи до уваги особливості структури валового державного боргу України, необхідно розуміти, що класичне “золоте правило” недооцінює ризики, що виникають, оскільки не враховує високу частку зовнішньої заборгованості у структурі боргу, деноміновану в іноземній валюті, а також ризики, пов’язані з монетизацією боргу. Більш чутливим показником, який враховує особливості країн з ринками, що формуються, є **індикатор автоматичної боргової динаміки**  $\lambda_t$ , який відображає не тільки вплив внутрішньої інфляції, але також частку зовнішнього боргу в складі державної заборгованості та можливі зміни валютного курсу \*. Нерівність  $\lambda_t < 0$  можна розглядати як **модифікований аналог “золотого правила накопичення державного боргу” для країн, що залучають борг в іноземній валюті**. Щоб накопичення боргу не вийшло за межі стабільності, необхідним є від’ємне значення індикатора автоматичної боргової динаміки. Якщо ж воно буде більшим за нуль, то процес накопичення державного боргу може стати причиною загострення ризиків фінансової дестабілізації. Індикатор автоматичної боргової динаміки у 2008 р. перейшов у зону ризику і становив більш як 1,5. Це сталося, в основному, внаслідок високої частки зовнішнього боргу і девальвації гривні на  $34,4\%$ . У 2009 р. ситуація ще загострилася ( $\lambda = 2,6$ ) за рахунок падіння ВВП до  $-15\%$ , зростання процентних ставок і триваючої девальвації національної валюти на  $3,4\%$  (рис. 9). Протягом 2010–2011 рр. значення індикатора автоматичної боргової динаміки знижувалися за рахунок поступового відновлення економічного зростання і поліпшення диференціалу процентної ставки за державним боргом відносно зростання реального ВВП. У 2012 р. індикатор погіршив своє значення з  $-4,9$  на початок року до  $-1,4$  на 31 грудня 2012 р., що говорить про зростання ризиків нестійкості державного боргу. Якщо боргова політика держави продовжуватиме існуючий курс на нарощування боргів, це може призвести до таких небезпечних наслідків: 1) підвищення процентних ставок і погіршення умов запозичення внаслідок зростання ризику дефолту по суверенних облігаціях; 2) подальшого погіршення індикатора автоматичної боргової динаміки і виходу процесу накопичення державного боргу за межі коридору стабільності.

Це, у свою чергу, може справити негативний вплив на фінансову стабільність за такими каналами.

**1. Канал витіснення кредитування реального сектору.** Внаслідок того, що основним держателем ОВДП є банківська система, зростання державного боргу стимулюватиме продовження процесу витіснення державними цінними паперами кредитування реального сектору, а отже, зниження показників економічного зростання.

**2. Канал погіршення активів банківської системи.** У разі зростання ризику дефолту погіршуватимуться активи банків (ОВДП у банківських портфелях), підвищуватимуться кредитні ризики, ризики ліквідності та ризики залучення фінансування.

$$* \lambda_t = \frac{i_t - p_t(1 + g_t) - g_t + a_t e_t(1 + i_t)}{1 + g_t + p_t + g_t p_t}, \text{ де } p_t - \text{ зміна дефлятора ВВП; } g_t - \text{ реальне зростання}$$

ВВП;  $a_t$  — частка державного боргу, деномінованого в іноземній валюті;  $e_t$  — девальвація номінального курсу гривні.

3. **Канал валютного ризику.** Зростання зобов'язань по державних облігаціях у валюті провокуватиме збільшення валютного ризику і ризику надмірного зниження валютних резервів НБУ.

4. **Канал впливу на видатки бюджету.** Внаслідок того, що зростання державного боргу збільшує навантаження на видаткову частину бюджету, підвищується імовірність посилення податкового пресу на економіку. У цьому разі запускається негативна ланцюгова реакція: зростання податкового навантаження на реальний і фінансовий сектори → збільшення ризику зниження ділової активності → зростання ризику падіння доходів бюджету → зростання ризику дефолту по суверенних облігаціях → погіршення активів банківської системи.

Якщо відбувається непередбачене скорочення видатків державного бюджету за ключовими статтями, це також може викликати негативний ланцюг наслідків: скорочення соціальних програм і державних інвестицій → падіння внутрішнього попиту, зменшення доходів → зниження платоспроможності домогосподарств і підприємств → зростання кредитного ризику банківської системи.

5. **Канал скорочення державного потенціалу реагування на зовнішні шоки.** Зростання державного боргу і видатків на його обслуговування скорочує державний потенціал реагування на нові зовнішні шоки. Оскільки в стані високого боргового навантаження значно знижується здатність фіскальної політики до стабілізації економічних процесів, економіка стає більш волатильною і більш уразливою до негативних зовнішніх впливів.

6. **Канал інфляційних ризиків.** Зростання інфляційних ризиків з боку державного боргу зумовлене тим, що у ситуації, коли для сплати існуючого боргу вже не можна залучити нове фінансування за прийнятними процентними ставками, уряд підштовхує центральний банк до монетизації боргу. Усвідомлення інвесторами цієї небезпеки веде до того, що вони переоцінюють ризик від зберігання своїх коштів і державних облігацій в національній валюті. У такому середовищі боротьба центрального банку із зростанням інфляції шляхом посилення монетарної політики може вже не спрацювати, оскільки зростання процентних ставок призводитиме до зростання процентних витрат по державному боргу і загострення необхідності нового витка його монетизації. Таким чином, у цій ситуації без необхідних заходів з боку фіскальних органів посилення монетарної політики стане неефективним для контролю інфляції.



**Рис. 9. Зміни індикатора автоматичної боргової динаміки в Україні у 2007–2012 рр.**

Джерело: розраховано авторами за даними МВФ



### Висновки

Існування всього спектра ризиків і перешкод для реалізації “економічного дива” в Україні пояснюється не тільки впливом глобальної фінансової кризи, на що часто посилаються регулюючі органи, а й відсутністю ефективної цілісної стратегії макроекономічного регулювання. Накопичуються ризики, характерні для ситуації, коли прихованою метою “регулювання” виступає задоволення економічних інтересів окремих впливових груп, що може призвести до розпаду цілісної економіки на потужні фінансово-економічні структури, тобто до неефективного олігополістичного устрою. Таке руйнування фундаментальних основ соціальної ринкової економіки веде до викачування ресурсів країни і знищення її перспектив не тільки щодо “економічного дива”, а й навіть щодо нормального розвитку. Сьогодні економіку України перетворено на сукупність кількох великих вертикально інтегрованих фінансово-промислових груп. За словами Л. Ерхарда, найбільш небезпечною для економіки є ситуація, коли політична і економічна влада стають просто ланками у вертикальній інтеграції корпорацій і перетворюються на інструменти збереження і примноження бізнесу декількох власників. Така інституціональна структура економіки веде до різкого посилення нерівності в розподілі доходів і, внаслідок стиснення внутрішнього попиту, через описані вище механізми — до застою та економічного спаду. В умовах глобальної кризи зовнішні ринки вже не можуть стати рятівним засобом, як це було раніше. Таким чином, творці такої інституціональної структури економіки можуть стати жертвами отрути, яку вони ж і розповсюдили.

Ефективним виходом і для великого бізнесу, і для урядових структур може бути тільки кардинальна зміна парадигми їх діяльності: від схем концентрації доходів до цивілізованих стратегій інноваційного технологічного розвитку економіки, стимулювання становлення середнього класу шляхом всебічної підтримки малого і середнього бізнесу, неухильного забезпечення рівних прав власності для всіх, створення умов для чесної та ефективної конкуренції. За рахунок цього виникне стабільне джерело для економічного зростання, більш рівномірного розподілу доходів, зростання внутрішнього попиту і формування міцної основи не тільки для процвітання фінансової еліти, а й для зростання добробуту нації в цілому.

### Список використаної літератури

1. *Кругман П.* Выход из кризиса есть! ; [пер. с англ. Ю. Гольдберга]. — М. : Азбука Бизнес, Азбука-Аттикус, 2013. — 320 с.
2. *Райх Р.Б.* Послешок. Экономика будущего. — М. : Карьера Пресс, 2012. — 193 с.
3. *Унковська Т.Є.* Методологія макроекономічного моделювання: сучасні виклики та перспективи розвитку // Економічна теорія. — 2013. — № 1. — С. 43–60.
4. *Хесус Уэрто де Сото.* Деньги, банковский кредит и экономические циклы ; [пер. с англ. под ред. А.В. Куряева]. — Челябинск : Социум, 2008. — 663 с.
5. *Piketty T., Saez E.* The Evolution of Top Incomes: A Historical and International Perspective. — P. 200–205 [Електронний ресурс]. Режим доступу : <http://elsa.berkeley.edu/~saez/piketty-saezAEAPP06.pdf>.
6. *Эрхард Л.* Благосостояние для всех ; [пер. с нем. Б.Б. Багаряцкого, В.Г. Гребенникова]. — М. : Начала-Пресс, 1991. — 334 с.
7. *Reinhart C., Rogoff K.* This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly. — Princeton University, 2010. — 512 p.

8. Калитчук В. Безпечний рівень державного боргу і витрат на його обслуговування. – 18 с. [Електронний ресурс]. Режим доступу : [http://www.public-debt.in.ua/2012/01/blog-post\\_3744.html](http://www.public-debt.in.ua/2012/01/blog-post_3744.html).

#### References

1. Krugman P. *Vykhod iz Krizisa Est'!* [End This Depression Now!]. Moscow, Azbuka Biznes, Azbuka-Attikus, 2013 [in Russian].

2. Reich R.B. *Posleshok. Ekonomika Budushchego* [Aftershock. The Next Economy and America's Future]. Moscow, Kar'era Press, 2012 [in Russian].

3. Unkov's'ka T.E. *Metodologiya makroekonomichnogo modelyuvannya: suchasni vyklyky ta perspektyvy rozvytku* [Methodology of macroeconomic modeling: modern challenges and perspectives of development]. *Ekonomichna Teoriya – Economic Theory*, 2013, No. 1, p. 43–60 [in Ukrainian].

4. Hesus Uarto de Soto. *Den'gi, Bankovskii Kredit i Ekonomicheskie Tsikly* [Money, Bank Credit, and Economic Cycles]. Chelyabinsk, Sotsium, 2008 [in Russian].

5. Piketty T., Saez E. The Evolution of Top Incomes: A Historical and International Perspective, pp. 200–205, available at: <http://elsa.berkeley.edu/~saez/piketty-saezAEAPP06.pdf>.

6. Erhard L. *Blagosostoyanie dlya Vsekh* [Wohlstand für Alle]. Moscow, Nachala-Press, 1991 [in Russian].

7. Reinhart C., Rogoff K. *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton, Princeton Univ. Press, 2010.

8. Kalytchuk V. *Bezpechnyi riven' derzhavnogo borghu i vytrat na iogo obslugovuvannya* [The safe level of state's dept and expenses for its service], available at: [http://www.public-debt.in.ua/2012/01/blog-post\\_3744.html](http://www.public-debt.in.ua/2012/01/blog-post_3744.html) [in Ukrainian].

Стаття надійшла до редакції 16 серпня 2013 р.

---