

## НАУЧНЫЕ ДИСКУССИИ

УДК 330, 336, 338, 339

**Т. Е. УНКОВСКАЯ,**  
*доктор экономических наук,  
ведущий научный сотрудник  
ГУ “Институт экономики и прогнозирования НАН Украины”  
(Киев),*  
**Н. И. ДЕМЧУК,**  
*кандидат экономических наук,  
доцент кафедры финансов  
Днепропетровского государственного аграрного университета*

### **ВОЗМОЖНО ЛИ ЭКОНОМИЧЕСКОЕ ЧУДО В УКРАИНЕ? \***

*Исследована взаимосвязь между чрезмерной концентрацией доходов и каналами распространения кризиса как в глобальном масштабе, так и на уровне экономики Украины. Показано, что из понимания этой взаимосвязи вытекает более глубокое осознание факторов, препятствующих реализации потенциала “экономического чуда” в Украине, рисков неэффективных направлений государственных расходов и роста государственного долга.*

**Ключевые слова:** финансово-экономический кризис, концентрация национального дохода, сжатие спроса, государственный долг, “золотое правило накопления долга”, “экономическое чудо”.

---

**T. E. UNKOVSKAYA,**  
*Doctor of Econ. Sci.,  
Leading Sci. Researcher,  
Institute for Economics and Forecasting of the NASU  
(Kiev),*  
**N. I. DEMCHUK,**  
*Cand. of Econ. Sci.,  
Assoc. Prof. of the Chair of Finances,  
Dnipropetrovsk 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”.

---

\* Материал публикуется в порядке дискуссии, начало которой положили академик НАН Украины В.М. Гец и член-корреспондент НАН Украины А.А. Гриценко статьей “Выход из кризиса (Размышления над актуальным в связи с прочитанным)” // Экономика Украины. — 2013. — № 6. — С. 4–19.

Как мы создали независимое государство и “сингапурское экономическое чудо” в бедной ресурсами, отсталой, разобщенной, многоязычной стране и совершили прыжок из “третьего мира” в первый? ... Огромным трудностям мы противопоставили честное компетентное правительство, эффективную стратегию, дисциплину и изобретательность в преодолении препятствий.

*Ли Куан Ю,  
отец “сингапурского экономического чуда”*

Есть два типа людей: одни катят мир, а другие бегут рядом и кричат: “Боже, куда катится этот мир!”

### **Цель дискуссии**

Мышление и психика современного человека находятся под постоянным давлением информационных потоков о кризисах различных типов и масштабов. В течение последних лет в информационном пространстве Украины доминируют темы глобального финансового кризиса, экономического кризиса в стране, кризиса власти, кризиса доверия. Публичные дискуссии политиков, экономистов, частные разговоры “на кухнях” и в бизнес-среде вращаются вокруг тем злоупотреблений, политической и экономической борьбы без правил, коррупционных скандалов, кризиса возможностей цивилизованной реализации личности в этой стране. Усиливается социальное напряжение, формируется массовое ощущение разрушительной стихии глобального и местного масштабов, которой сложно противостоять и которую нелегко полностью осмыслить. При недостатке четких ориентиров и лидирующей силы, которая обладала бы полным доверием общества и видением эффективной стратегии развития страны, такая “наэлектризованная” общественная среда сама по себе является генератором кризисных процессов. Повышается вероятность того, что незначительный экономический шок или информационный повод может стать “спусковым крючком” к социальному взрыву и превратить отдельные вспышки негодования в неуправляемую лавину. Говоря языком нелинейных систем, общество находится в так называемой точке бифуркации. Это означает сильно неустойчивое состояние, в котором под действием небольшого толчка могут возникнуть лавинообразные процессы, развивающиеся по одной из нескольких траекторий, ведущих к качественно различным последствиям. Проще говоря, это перекресток, на котором на многие годы вперед определяется будущая траектория развития страны – разрушительная или созидательная.

В такой ситуации чрезвычайное значение имеют ответственная и социально активная позиция ученых-экономистов, а также их конструктивная деятельность как минимум в информационном поле страны для формирования в обществе ясного непредубежденного видения экономической ситуации, в которой находится Украина, рисков существующей политики и конструктивного поиска эффективной стратегии выхода из кризиса. С этой точки зрения интерес представляет проводимая на страницах журнала дискуссия о природе кризиса и путях выхода из него. Обсуждается книга Нобелевского лауреата по экономике П. Кругмана “Выход из кризиса есть!” [1], развивается его тезис о необходимости увеличения государственных расходов для стимулирования внутреннего спроса, предлагается ряд плодотворных идей для развития экономики Украины.

Необходимость в Украине государственной политики, которая бы стимулировала рост внутреннего спроса, создание рабочих мест, оптимальных условий для развития бизнеса и экономики в целом, не вызывает сомнений. Ясно также, что

это требует определенных государственных расходов. Судя по официальным данным Министерства финансов \*, в Украине наблюдаются рост государственных расходов, увеличение государственного долга и бюджетного дефицита. При этом катастрофически сокращается финансирование науки, образования, здравоохранения, усиливается давление на бизнес. “Бомба экономии”, по терминологии П. Кругмана, в экономике Украины парадоксальным образом сочетается с ростом государственных расходов и государственного долга. Разрешение парадокса связано с ответами на прагматические вопросы: **куда** направляются растущие государственные расходы и **как** используются средства, полученные от государственных заимствований? Стимулируют ли они спрос на внутреннем рынке, способствует ли существующая политика созданию рабочих мест и нормальных условий для развития экономики? Для проведения эффективной политики экономического роста важно понимание тех явных и скрытых ловушек, которые препятствуют развитию внутреннего спроса и оживлению экономики даже при растущих государственных расходах и государственном долге. В задачи этой статьи входит рассмотрение рисков со стороны как глобального кризиса, так и существующей внутренней политики.

Для формирования адекватной системы антикризисных мер в Украине необходимо понимать главные тренды в развитии глобальных кризисных процессов. Логика развития событий подсказывает, что проблемы выхода из кризиса в развитых странах связаны не столько с непониманием экономической теории, на что часто списывают неудачи в макрорегулировании, сколько с прагматическими проблемами жесткой борьбы финансовых и геополитических интересов крупных игроков. Еще в сентябре 2008 г. после начала глобального кризиса президент США Дж. Буш добился согласия Конгресса на предоставление пакета помощи для Уолл-стрит объемом 700 млрд. дол. Лоббистские структуры голосом сенатора Дж. Грегга озвучивали катастрофические риски: “Если мы этого не сделаем, Америку накроют мрак и хаос, наступит раскол. Мы не можем рисковать такой ценой” [2, с. 44]. Финансовую помощь получили крупнейшие банки и связанная с ними крупная страховая компания AIG. Как пишет Р. Райх, менее чем через год Уолл-стрит оправилась, 6 крупнейших банков стали еще крупнее, их главы и трейдеры стали еще богаче и продолжили глобальную большую игру на чужие деньги. Банки Уолл-стрит, авторы и создатели “финансового пузыря”, спровоцировавшего глобальный кризис, выдали своим руководителям десятки миллиардов долларов в качестве бонусов. В то же время в реальном секторе и повседневной жизни огромного количества американцев царил мрак, хаос и раскол — несмотря на прогнозы сенатора Грегга [2].

Распространяясь через транснациональные финансовые и внешнеторговые каналы, глобальный кризис затронул практически весь мир. В разных странах он проявился по-разному — в форме разрушения наиболее уязвимых звеньев экономики и обострения наиболее существенных противоречий.

Для более глубокого понимания явных и скрытых опасностей для экономики Украины, которые несут в себе и сам кризис, и некоторые предпринимаемые правительством ответные меры, необходим целостный широкий взгляд на происходящие процессы. Яркие, болезненные, эмоционально окрашенные отдельные вопросы не должны заслонить глубинные причины и мощные скрытые тенденции, которые формируют реальность. Понимание этих тенденций позволило бы выра-

---

\* Дефицит госбюджета за январь — март текущего года составил 4,5 млрд. грн., а общий фонд госбюджета выполнен с рекордным показателем дефицита за последние 4 года — 7,053 млрд. грн. (в 2011 г. — 2,053 млрд., в 2010 г. — 5,997 млрд., в 2009 г. — 4,520 млрд. грн., в целом за 2012 г. дефицит госбюджета вырос в 2,3 раза — до 53,387 млрд. грн.) [Электронный ресурс]. — Режим доступа : <http://www.minfin.gov.ua>.

ботать перспективное стратегическое видение развития экономики, позитивно мотивирующее и консолидирующее украинское общество.

**Глобальный финансовый кризис: идеальный шторм или управляемый хаос?**

Часто финансовые кризисы — это не что иное, как целевые поршневые удары, с помощью которых крупный финансовый капитал высасывает коллективный “излишек” доходов наций, сосредотачивая его в своем бассейне.

*М. Нордау*

“Вы сражаетесь не столько со мной, сколько с человеческой природой”, —  
*профессор Мориарти Шерлоку Холмсу*

Современный глобальный финансовый кризис часто описывается как феномен “идеального шторма”, то есть как некая неуправляемая разрушительная стихия, которая неожиданно обрушивается на финансовые рынки, а затем на реальную экономику. Такое понимание кризиса подразумевает, что его жертвами становятся банковские системы, в том числе крупнейшие транснациональные банки, а спасателями — центральные банки и правительства. В качестве виновников кризиса “назначаются” непредсказуемая и нестабильная природа рынков, недостаточно развитая экономическая наука, неправильное понимание экономической теории, модели, которые не смогли спрогнозировать кризис, и другие неперсонифицированные факторы. В этих обвинениях, распространившихся после начала кризиса, ошибочно или преднамеренно смешиваются две принципиально разные категории — достигнутый уровень понимания процессов экономической наукой в целом и предсказательная сила той части экономической теории, которая используется органами макрорегулирования и надзора. Уже задолго до начала текущего кризиса та часть экономической науки, для которой он был очевидным, органами регулирования игнорировалась [3]. Более того, институциональные противоядия финансовым кризисам, выработанные в 1930-х годах, после Великой депрессии, и обеспечивавшие финансовую стабильность на протяжении полувека, с 1980-х годов начали активно разрушаться. Как известно из многих источников, в частности из книги П. Кругмана [1], с 1980-х годов в США началось масштабное наступление на банковское регулирование. Первым этапом стало подписание президентом Дж. Картером закона о дерегулировании депозитных учреждений и денежно-кредитного контроля. Этот закон отменил нормы, запрещавшие банкам выплачивать проценты по многим видам вкладов. В 1982 г. Р. Рейган подписал закон Гарна — Сен-Жермена, ослаблявший ограничения на виды кредитов, которые могли выдавать банки. Следующий сокрушительный удар по основной опоре финансовой стабильности — закону Гласса — Стигалла (Glass–Steagall Act) — был нанесен при президенте Б. Клинтоне. История этого вопроса описывается следующим образом: “В 1998 году “Citicorp” — держатель акций “Citibank” — объединилась с “Travelers Group”, в результате чего образовалась компания “Citigroup”. Эта сделка — высшее достижение Сэнди Вейла, который стал руководителем нового финансового гиганта. Существовала лишь одна небольшая проблема: слияние было незаконным. “Travelers Group” — страховая компания, также владевшая двумя инвестиционными банками, “Smith Barney” и “Shearson Lehman”, а согласно закону Гласса — Стигалла коммерческие банки, такие как “Citi”, не имели права заниматься страхованием и инвестиционной деятельностью. Вейл решил изменить закон, прибегнув к помощи

Фила Грэмма – сенатора из Техаса, председателя комитета по банковским, жилищным и городским вопросам... Его высшим достижением был закон Грэмма – Лича – Блайли, который фактически отменил закон Гласса – Стигалла и задним числом легализовал слияние “Citi” и “Travelers” [1, с. 129]. Дерегулирование банковского сектора повлекло за собой резкий рост объема кредитования и кредитных рисков, а также непомерное увеличение леввереджа банковских структур. Был запущен лавинообразный процесс секьюритизации банковских активов, эмиссии деривативов и вывода рисков за балансы, что в итоге и привело к окончанию эпохи финансовой стабильности.

**Тенденция разрушительного дерегулирования банковского сектора**, периодически обуславливающая появление кризиса, – это не новое и не случайное явление. Она сопровождает всю историю банковской деятельности и имеет глубокие экономические, психологические и социальные корни [4]. С приходом кризиса эта тенденция, как правило, ослабевает или даже обращается вспять в зависимости от мощности кризисных явлений и масштаба разрушений. Если в обществе побеждают конструктивные силы, банковское регулирование входит в нормальные рамки финансовой безопасности. Однако, по мере смягчения последствий кризиса и ослабления институциональной памяти, вновь нарастает давление лобби, за которыми стоят интересы крупных транснациональных финансовых структур.

Тенденция дерегулирования банковского сектора имеет глубинную связь с другим феноменом, который формирует предпосылки кризиса, – **концентрацией финансовых ресурсов в руках все более узкого круга лиц**, иными словами, с увеличением разрыва между доходами немногочисленной финансовой “элиты” и остальной части населения.

Это явление, называемое в литературе тенденцией роста неравенства в доходах, более точно можно назвать **тенденцией к уничтожению среднего класса**. Бывший министр труда в администрации Б. Клинтона Р. Райх приводит данные по динамике распределения доходов в США (рис. 1), которые наталкивают на интересные аналогии между Великой депрессией 1929–1933 гг. и современным глобальным кризисом.

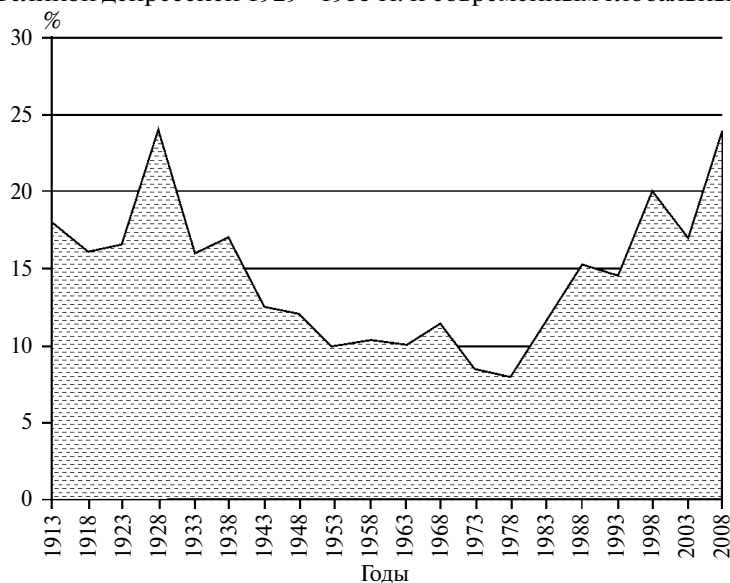


Рис. 1. Динамика доли общего дохода, поступившей к 1% наиболее богатых людей США [3]

Доля общего дохода, поступившая узкому кругу богатейших людей, составляющих 1% всех американцев, и к 1928 г., и к 2007 г. резко выросла практически до 25%.

Аналогичная закономерность наблюдалась также для богатейших 10%, которые на каждом из этих пиков получали почти половину общего дохода американской нации. В соответствии с исследованиями Т. Пикетти и Э. Саэза [5], в эти же периоды наблюдались соответственное снижение доли реальных доходов остальных 90% американцев и резкое уменьшение численности среднего класса, замаскированное “кредитным бумом”. Поддерживать привычные стандарты потребления эта часть населения могла только за счет все возрастающих потребительских кредитов. И 1928 г., и 2007 г. — это годы максимального обострения неравенства в распределении доходов населения США; в то же время эти годы предшествовали началу глобальных кризисов и глубокой депрессии экономики. После краха 1929 г. масштабы кризиса побудили страну искать способы преодоления проблем, потрясших экономику до основания, сконцентрировать политическую волю и провести фундаментальные экономические реформы, ужесточить регулирование деятельности банков, в частности, принять закон Гласса — Стигалла. Результатами реформ стали возврат банковской системы в рамки финансовой безопасности, снижение неравенства в распределении доходов и значительный рост среднего класса. Это привело к длительному и весомому сокращению доли доходов, сконцентрированных у 1% богатейшего слоя, которое достигло своего минимума в 7,5% и продолжалось до начала 1980-х годов. Этот же полувековой период характеризуется как наиболее длительный период финансовой стабильности и устойчивого роста в экономической истории США. С 1980-х годов под влиянием лоббистских структур начался процесс дерегулирования банковской системы и разрушения заградительных барьеров, обеспечивавших финансовую стабильность. Концентрация доходов финансовой “верхушки” общества вновь начала расти и экономическое неравенство резко обострилось. Достижение критического уровня этой концентрации (около 25%) пришлось на 2008 г. — год начала глобального финансового кризиса. В связи с этим особый интерес представляют два фундаментальных вопроса:

1. Как взаимосвязаны изменения в финансовом регулировании и процесс обострения неравенства в распределении доходов?

2. Каким образом рост неравенства в доходах влияет на формирование предпосылок финансовых кризисов?

Первый вопрос достаточно глубоко исследован многими авторами. Ясно, что именно резкое увеличение доходов финансовой “верхушки” общества является главной мотивацией и движущей силой, приводящей к тектоническим сдвигам в регулировании деятельности крупных финансовых структур. Рассмотрим их последствия подробнее.

В целом, существование неравенства в распределении доходов в допустимых пределах — это нормальное явление, отражающее естественные различия между людьми в способностях, предпринимательской активности, изобретательности, вложении энергии, капитале, принятии на себя рисков и ответственности за них. Такое конструктивное неравенство является двигателем экономического развития общества, следствием нормальной и честной борьбы конкурентных сил. Так, отец “экономического чуда” послевоенной Германии Л. Эрхард отмечал, что наиболее эффективным средством для достижения и обеспечения благосостояния общества является свободная и честная конкуренция в сфере производства: “Она одна дает возможность всему населению пользоваться экономическим прогрессом, в особенности, в их роли потребителей. Она же уничтожает все привилегии, не являющиеся результатом повышенной производительности труда. Именно через конкуренцию может быть достигнута — в лучшем смысле этого слова —

социализация прогресса и прибыли. К тому же она не дает погаснуть личному стремлению каждого к трудовым достижениям. Все усилия могут рассчитывать на успех лишь до тех пор, пока конкуренции не препятствуют, или она не устраняется искусственными или юридическими манипуляциями” [6, с. 133]. Л. Эрхард предупреждал о том, что *опасность для свободной и честной конкуренции существует всегда* и угрожает со всех сторон, особенно со стороны мощных влиятельных групп. На своем опыте создания германского экономического чуда он показал, что **защита свободной и честной конкуренции — это одна из важнейших задач государства**. Если государство спасует в этой области, то вскоре можно будет распрощаться с *социальным* рыночным хозяйством. Понятия “благополучие для всех” и “благополучие через конкуренцию” неразрывно связаны. Первое является целью, другое — путем, ведущим к этой цели. Именно в этом Л. Эрхард видел фундаментальное отличие социального рыночного хозяйства от классической либеральной экономики, в которой позволено правовое доминирование крупных влиятельных групп, обладающих экономическим могуществом. По его мнению, групповые интересы не должны определять государственную экономическую политику. Нельзя допустить распад целостной экономики на части — групповые интересы. Банковское дерегулирование, начавшееся в развитых странах с 1980-х годов, сформировало привилегированное положение на рынке крупных финансовых структур, привело к перекачиванию средств из реального сектора в построение глобальных финансовых пирамид, ничем не ограничиваемой асимметрии информации и перекладыванию ответственности за колоссальные финансовые риски в конечном итоге на плечи всего населения — налогоплательщиков.

С этой аргументацией согласен и П. Кругман: “Когда мы спрашиваем, почему высшие должностные лица не видели опасности финансового дерегулирования, на память сразу приходит знаменитая фраза Эптона Синклера: “Трудно заставить человека что-то понять, когда его доходы определяются тем, что он этого не понимает”. За деньги можно купить влияние, а за большие деньги — большое влияние. Политика, которая привела нас туда, где мы сейчас находимся, не принесла пользы большинству, но для немногих людей на самом вершине оказалась весьма и весьма выгодной, по крайней мере, на какое-то время” [1, с. 128].

Итак, финансовое дерегулирование, начавшееся в США в 1980-е годы, через 25 лет привело к резкой концентрации доходов на полюсе немногочисленной “финансовой элиты” и сокращению среднего класса. Каким образом это повлияло на рост макроэкономических дисбалансов и формирование мощных предпосылок для начала кризиса?

Одним из главных каналов этого влияния стал парадоксальный феномен *сжатия внутреннего спроса в экономике*. В течение нескольких десятилетий “кредитный бум” в США, ослабление кредитных стандартов, “пузыри” на рынках активов, занижение инфляции, использование “гедонистических индексов” создавали иллюзию растущих доходов и увеличения платежеспособного спроса. Как пишет Р. Райх, американская экономика росла как на дрожжах и средний класс закономерно рассчитывал на получение своей доли ее плодов. Однако их ожидания не оправдались — их средства не соответствовали тому, что могла и должна была им дать растущая экономика. Все большая доля дохода нации концентрировалась в руках очень узкого круга людей, а растущие стандарты потребления для среднего американца могли быть удовлетворены только через все более глу-

бокое погружение в долги. С 1950-х и до начала 1980-х годов сбережения составляли 9–10% чистого дохода среднего американца, а к середине 2000-х они упали до 3%. Зеркальным отражением этого стал показатель долгов за жилье, который вырос с 55% от дохода семьи в 1960-е годы до 138% в 2007 г. [2]. Легкая доступность кредитов была обусловлена снижением кредитных стандартов вследствие финансового дерегулирования, секьюритизации, “ценового пузыря” на рынке недвижимости. Наиболее состоятельная часть общества – финансовая “верхушка” – в ситуации слабого контроля со стороны государства использовала свои быстрорастущие доходы и доступ к кредитам для глобальных оптовых спекуляций с определенными наборами активов, что провоцировало возникновение “финансовых пузырей”. Спрос на потребительские товары этой небольшой части населения – “финансовой элиты”, – несмотря на ее высокие стандарты потребления и склонность к роскоши, был мизерным по сравнению с уровнем потребительского спроса, необходимым для нормального развития всей экономики. Такой тип непроизводительного и патологически искаженного экономического “развития” привел в конечном итоге к накоплению глубоких структурных дисбалансов:

- концентрации огромной покупательной способности в руках очень узкого круга людей, заинтересованных вкладывать средства не в потребительские товары, а в оптовые финансовые спекуляции. Если бы эта покупательная способность была распределена в обществе более равномерно и попадала к среднему классу, то она обеспечила бы приток этого спроса на внутренний рынок потребительских товаров и тем самым стимулировала бы развитие внутреннего реального сектора;
- отрыву транснациональных корпораций реального сектора от внутреннего рынка рабочей силы и переносу производств в развивающиеся страны;
- росту безработицы, уничтожению среднего класса и снижению его массовой покупательной способности;
- сжатию совокупного внутреннего потребительского спроса и его несоответствию возможностям развития экономики;
- ослаблению кредитных стандартов, нарастанию задолженности во всех секторах экономики и возникновению кризиса.

Р. Райх приходит к неочевидному выводу о том, что высокий уровень задолженности в обществе является не причиной, а симптомом подобных кризисов: “Их настоящая причина лежала глубже – она лежала в быстрорастущей разнице между суммами, которые люди зарабатывали как работники и тратили как потребители. А также в резко растущей доле общего дохода, поступающей в верхушку. Если бы доля доходов среднего класса не упала, потребителям из этого класса не пришлось бы залезть так глубоко в долги, чтобы поддерживать средний уровень жизни. Получай богачи меньшую долю, они никогда не вздули бы стоимость спекулятивных активов до таких высот” [2, с. 27].

Что в понимании этих процессов важно для экономической политики в Украине? Во-первых, необходимо хорошо представлять себе будущие тренды экономического развития во внешнем глобальном окружении. Во-вторых, понимание некоторых глубоких аналогий могло бы способствовать более эффективной политике в нашей стране.

### **Накопление рисков в экономике Украины**

Когда дикарям хочется завладеть плодами, они срубают дерево

*Ш. Монтестье*



Хотя в любой экономике и существуют групповые интересы, не они должны определять линию экономической политики. Столкновение групповых интересов не ведет к плодотворному синтезу. Нельзя допустить разложения народного хозяйства на составные части — групповые интересы. Нельзя идти путем распада, отдаляться от того всеобъемлющего, подлинного порядка в хозяйственной жизни, который один лишь способен гарантировать гармонию в социальной жизни народа. Поэтому нашей наиважнейшей задачей должно быть предотвращение этой опасности.

*Л. Эрхард*

Экономическое развитие в текущем году правильнее было бы назвать макроэкономической деградацией: в I квартале реальный ВВП Украины снизился на 1,1% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года; объемы промышленного производства упали на 5%, в перерабатывающей промышленности — на 9,5%, в транспортных перевозках — на 3,3%. Общий фонд государственного бюджета выполнен с рекордным показателем дефицита за соответствующий период в течение последних 4 лет — 7,053 млрд. грн. Всемирный банк снизил прогноз роста ВВП за текущий год с 3,5% до 1%. Прогноз МВФ соответствует нулевому росту по итогам года “при условии неизменности политики страны”, продолжению снижения объемов производства в промышленности и транспортной отрасли под влиянием слабого внешнего и внутреннего спроса, падения объемов инвестиций. Государственный долг Украины продолжает расти и на 1 апреля 2013 г. составил 67,4 млрд. дол. По прогнозам Всемирного банка, к концу года он составит 40,1% ВВП, в 2014 г. — до 41,5% ВВП.

С начала глобального финансового кризиса и до настоящего времени быстрый рост государственного долга стал одной из самых острых проблем для многих стран, вовлеченных в кризис. Украина не смогла избежать этой проблемы и в течение двух лет после начала кризиса — с 2007 г. и до конца 2009 г. — находилась **в числе стран с самыми высокими темпами роста государственного долга** (рис. 2). Отношение ее государственного долга к ВВП выросло с 12,7% в 2007 г. до 39,9% на конец 2009 г., и до настоящего времени относительная доля совокупного госдолга в ВВП остается в зоне риска, хотя и несколько уменьшилась. На 31 декабря 2012 г. оно составило 36,6% (рис. 3).

Среди стран СНГ на конец 2012 г. Украина оставалась в группе с самым высоким отношением совокупного государственного долга к ВВП, занимая по этому показателю риска третье место после Киргизстана и Беларуси (рис. 4).

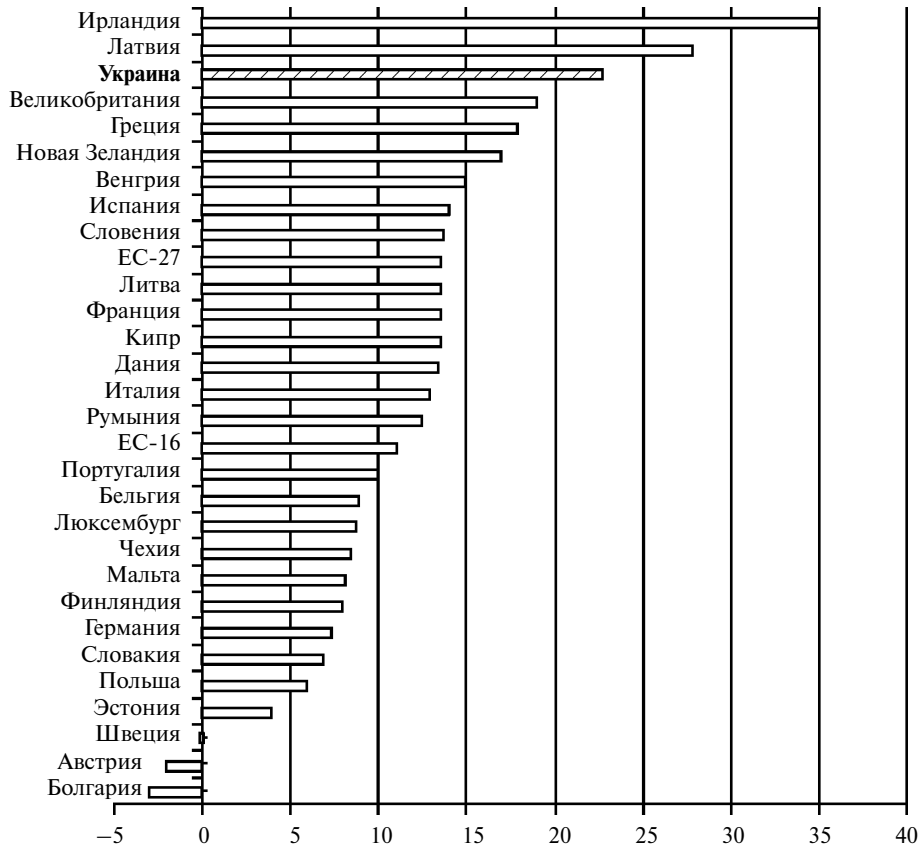
Практически все международные рейтинговые агентства оценивают кредитный рейтинг Украины как негативный (табл.)

**Кредитный рейтинг Украины по состоянию на 31 декабря 2012 г.**

	Рейтинговое агентство							
	S&P Rating	S&P Outlook	Moody's Rating	Moody's Outlook	Fitch Rating	Fitch Outlook	TE Rating	TE Outlook
Кредитный рейтинг Украины	B	Negative	B3	Negative	B	Stable	28.75	Negative

В Бюджетном кодексе Украины установлено предельное отношение государственного и гарантированного государством долга к ВВП на уровне 60%. Этот показатель позаимствован из практики ЕС, однако для Украины он не имеет достаточного обоснования по нескольким причинам. Во-первых, в отличие от Украины, в ЕС к государственному долгу относится более широкий круг обязательств. Во-

вторых, вследствие неразвитости экономики и финансовых рынков предельный уровень государственного долга в Украине должен быть ниже, чем в странах ЕС. Это подтверждается многими исследованиями по развивающимся странам и странам с формирующимися рынками, в частности, в известной книге К. Рейнхарт и К. Рогоффа [7]. В соответствии с этими исследованиями, за последние 30 лет 35% дефолтов было объявлено в странах, отношение государственного долга которых к ВВП не превышало 40%. К таким странам относится и Украина, у которой в 1997 г. **перед объявлением реструктуризации долга (по сути, технического дефолта) отношение государственного долга к ВВП составляло 30,5%.**



**Рис. 2. Динамика роста государственного долга Украины по сравнению с некоторыми странами мира за период 2007–2009 гг.**

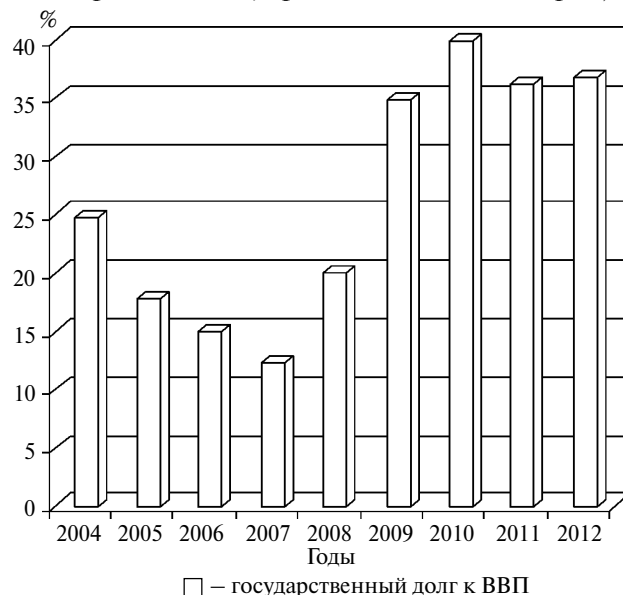
Источник: данные НБУ [Электронный ресурс]. – Режим доступа : [www.bank.gov.ua](http://www.bank.gov.ua) и Всемирного Банка [Электронный ресурс]. – Режим доступа : [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)

Вследствие такой противоречивости в оценках безопасного уровня совокупного государственного долга для экономики Украины необходимо более глубокое обоснование его предельного уровня, превышение которого ведет к завышенным рискам дефолта. В документах МВФ безопасный уровень долга определяется как уровень, при котором страна может: 1) своевременно и в полном объеме выполнять свои долговые обязательства без помощи международных финансовых организаций, без проведения реструктуризации этих обязательств или объявления дефолта; 2) осуществлять государственные заимствования на рынках капитала по приемлемым рыночным процентным ставкам.

Украина дважды оказывалась в критической ситуации, когда была не в состоянии самостоятельно выполнять свои долговые обязательства:

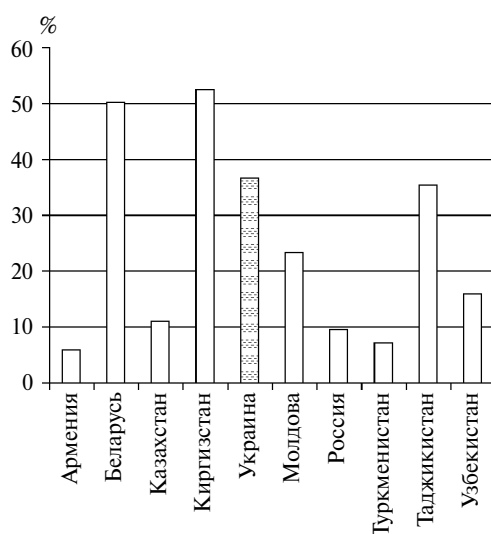
– в конце 1990-х годов, что привело к техническому дефолту и нескольким реструктуризациям;

– в 2009 г., что привело к обращению за помощью к МФО (размер которой был вторым в мире после кредита МВФ, предоставленного Венгрии).



**Рис. 3. Отношение объема государственного долга к ВВП Украины в 2004–2012 гг.**

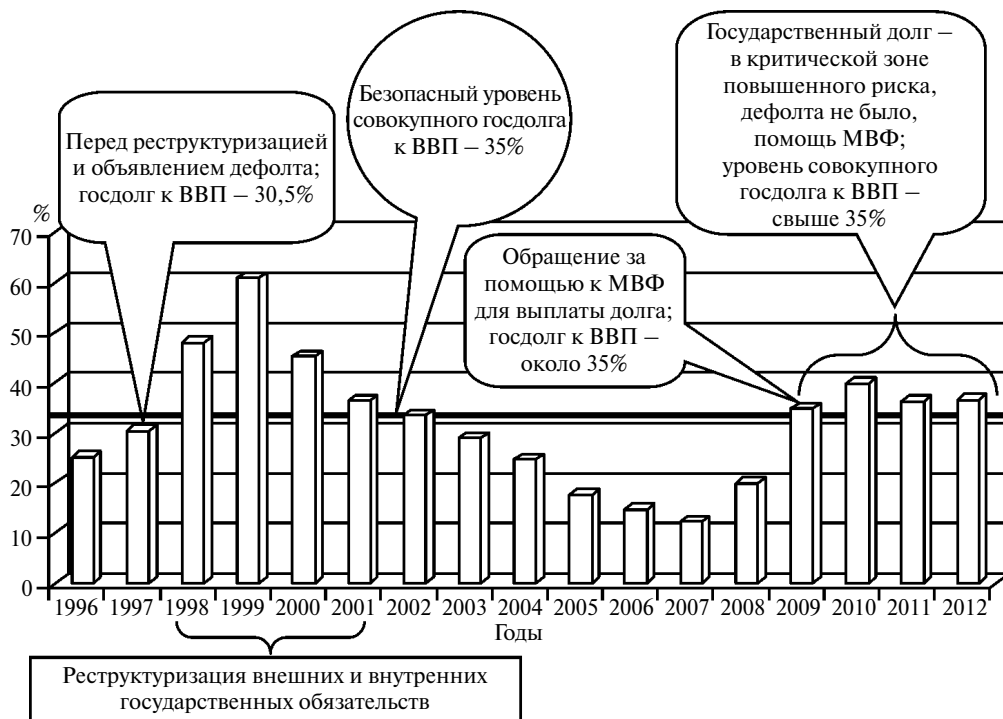
Источник: данные НБУ [Электронный ресурс]. – Режим доступа : [www.bank.gov.ua](http://www.bank.gov.ua)



**Рис. 4. Отношение объема государственного долга к ВВП по странам СНГ на конец 2012 г.**

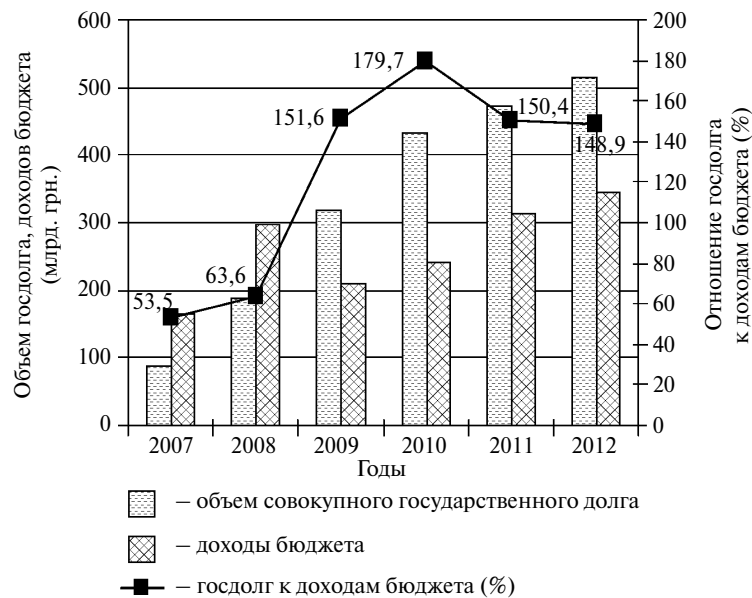
Источник: данные центральных банков стран СНГ

В обеих ситуациях отношение совокупного государственного долга к ВВП находилось в промежутке 30–35%. С конца 2009 г. он превысил этот предел и до сих пор находится в зоне повышенного риска (рис. 5). Объявления дефолта и реструктуризации долгов удалось избежать благодаря помощи МВФ. Кредитные средства МВФ, выделенные Украине по программе stand-by, были направлены не только на пополнение валютных резервов НБУ, но и на покрытие дефицита государственного бюджета.



**Рис. 5. Отношение совокупного государственного долга Украины к ее ВВП и его безопасный уровень за период 1996–2012 гг. [8]**

Еще более четко динамику резкого роста рисков государственного долга отражает показатель отношения совокупного государственного долга к доходам бюджета (рис. 6).



**Рис. 6. Отношение государственного долга Украины к доходам бюджета в 2007–2012 гг.**

Источник: данные Министерства финансов Украины [Электронный ресурс]. – Режим доступа : [www.minfin.gov.ua](http://www.minfin.gov.ua)

Если в 2007 г. совокупный государственный долг составлял 53,5% от доходов бюджета, то в 2010 г. он уже более чем в 1,5 раза превышал бюджетные доходы и достиг 179,7%. В течение 2011–2012 гг. он оставался высоким и составлял, соответственно, более 150% и 148%.

Насколько опасна такая ситуация с государственным долгом для финансовой стабильности и экономики в целом? Это определяется ответами на два ключевых вопроса:

1. Насколько объемы и стоимость заимствований допустимы по сравнению с государственными доходами?

2. Насколько эффективны использование государственного долга и проведение макроэкономической политики стимулирования внутреннего спроса и экономического роста?

Для понимания основных угроз и рисков для экономики со стороны государственных заимствований необходимо учитывать фундаментальные закономерности динамики государственного долга. На рис. 7 представлена схема кругооборота финансовых потоков в экономике, связанных с накоплением государственного долга и его погашением. Эта схема иллюстрирует простую базовую идею. Для протекания этого кругооборота без потрясений и кризисов необходимо, чтобы привлеченные государством заемные средства использовались настолько эффективно, чтобы:

а) стимулируемые ими экономический рост и, соответственно, **рост доходов бюджета** (сплошная линия) **превосходили увеличение расходов по обслуживанию этих займов** (пунктирная линия);

б) обеспечивалась **не только платежеспособность, но и ликвидность** по государственным обязательствам, то есть сроки поступления необходимых средств от роста доходов должны соответствовать срокам выплат по обязательствам.

В противном случае неизбежно обострение рисков дефолта по государственному долгу, что по различным каналам может оказать негативное влияние на финансовую стабильность и экономику в целом.

Количественное выражение этой базовой идеи можно представить формулой

$$\Delta B_t = \underbrace{E_t - R_t}_{\text{первичный дефицит}} + \underbrace{iB_{t-1}}_{\text{выплата процентов}}, \quad (1)$$

где  $B_{t-1}$  – накопленный государственный долг на конец  $t-1$  года;  $\Delta B_t$  – привлечение дополнительного долга в  $t$ -м году;  $i$  – реальная процентная ставка;  $E_t$ ,  $R_t$  – соответственно, государственные расходы без учета затрат на обслуживание долга и доходы госбюджета в  $t$ -м году.

Отсюда вытекает **базовое соотношение динамики государственного долга**, которое необходимо учитывать при осуществлении заимствований:

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

где  $b$  – отношение государственного долга к ВВП;  $d$  – отношение первичного дефицита бюджета к ВВП;  $i$  – реальная ставка процентов по выплатам государственных обязательств;  $g$  – реальный экономический рост.

Чем выше реальный экономический рост, ниже реальные ставки процентов по госдолгу и более жесткая фискальная политика (то есть первичный дефицит бюджета отрицателен), тем безопаснее и стабильнее процесс накопления государственного долга. Классическое “**золотое правило накопления государственного долга**” состоит в соблюдении неравенства

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

то есть для того, чтобы накопление государственного долга оставалось в устойчивых

рамках, необходимо, чтобы реальные темпы экономического роста были выше реальных ставок процентов по выплатам государственного долга.

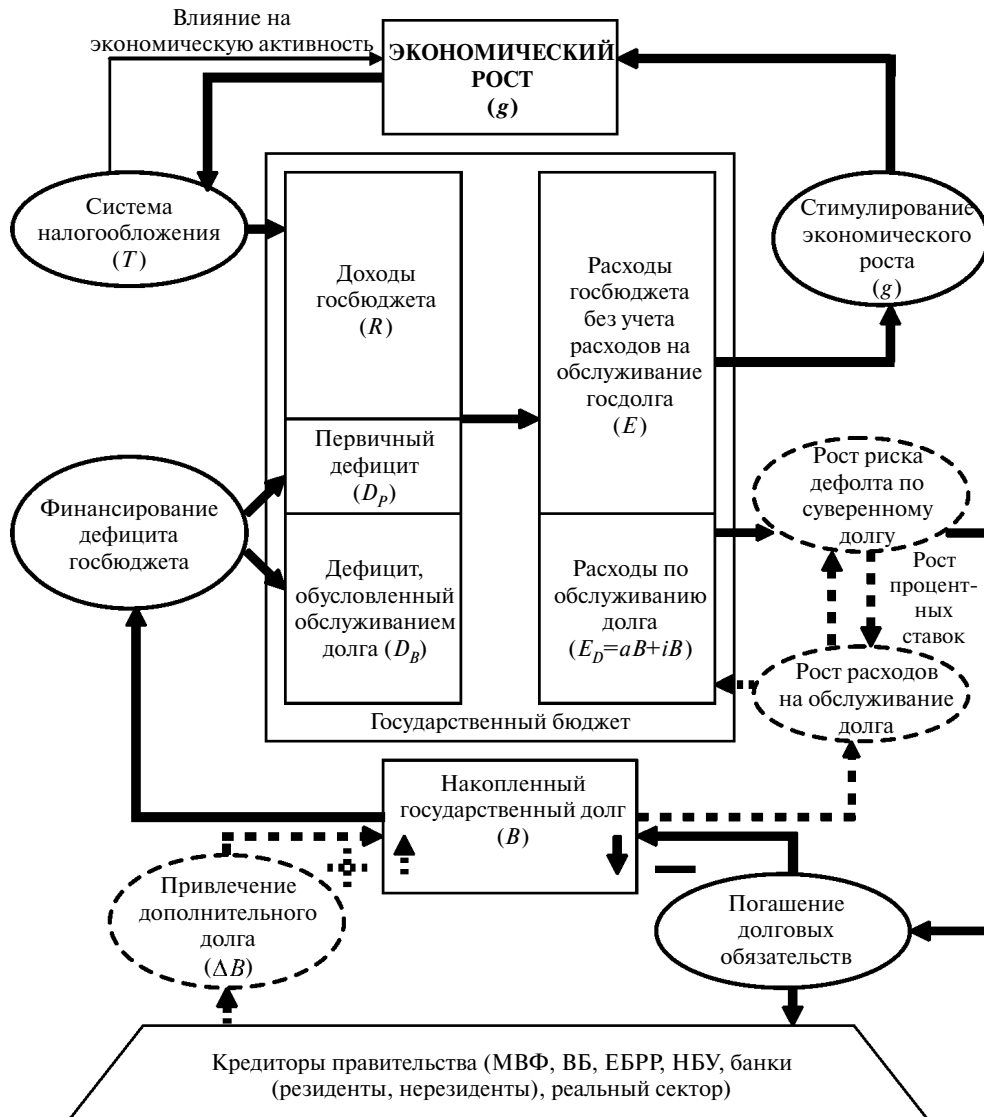


Рис. 7. Кругооборот в экономике финансовых потоков, связанных с накоплением и выплатой государственного долга

Источник: разработано авторами

Разность между реальной процентной ставкой и индексом экономического роста называют **дифференциалом процентной ставки относительно экономического роста** ( $i-g$ ). В соответствии с “золотым правилом”, он должен быть отрицательным:  $i_t - g_t < 0$ .

Динамика дифференциала процентных ставок по госдолгу и экономического роста для экономики Украины представлена на рисунке 8.

С 2005 по 2008 г. вследствие высокой инфляции реальные процентные ставки находились в отрицательной области, а экономический рост – в положительной, поэтому в течение этого периода дифференциал был отрицательным. Однако в связи с кризисом и падением реального экономического роста до  $-14,4\%$  в 2009 г. дифференциал процентной ставки и экономического роста стал положительным и достиг  $7,3\%$ , что послужило серьезным сигналом к обострению рисков нарушения устой-

чивости государственного долга. Принимая во внимание особенности структуры валового государственного долга Украины, необходимо понимать, что классическое “золотое правило” недооценивает возникающие риски, так как не учитывает высокую долю внешней задолженности в структуре долга, деноминированную в иностранной валюте, а также риски, связанные с монетизацией долга. Более чувствительным показателем, учитывающим особенности стран с формирующимися рынками, является **индикатор автоматической долговой динамики**  $\lambda_t$ , который отражает не только влияние внутренней инфляции, но также долю внешнего долга в составе государственной задолженности и возможные изменения валютного курса \*. Неравенство  $\lambda_t < 0$  можно рассматривать в качестве **модифицированного аналога “золотого правила накопления государственного долга” для стран, привлекающих долг в иностранной валюте**. Чтобы накопление долга не вышло за рамки стабильности, необходимо отрицательное значение индикатора автоматической долговой динамики. Если же оно будет больше нуля, то процесс накопления государственного долга может стать причиной обострения рисков финансовой дестабилизации. Индикатор автоматической долговой динамики в 2008 г. перешел в зону риска и составил более 1,5. Это произошло, в основном, вследствие высокой доли внешнего долга и девальвации гривни на 34,4 %. В 2009 г. ситуация еще обострилась ( $\lambda = 2,6$ ) за счет падения ВВП до –15%, роста процентных ставок и продолжавшейся девальвации национальной валюты на 3,4% (рис. 9). В течение 2010–2011 гг. значения индикатора автоматической долговой динамики снижались за счет постепенного восстановления экономического роста и улучшения дифференциала процентной ставки по государственному долгу относительно роста реального ВВП. В 2012 г. индикатор ухудшил свое значение с –1,4 на начало года до –1,4 на 31 декабря 2012 г., что говорит о росте рисков неустойчивости государственного долга. Если долговая политика государства будет продолжать существовавший курс на наращивание долгов, это может привести к следующим опасным последствиям: 1) повышению процентных ставок и ухудшению условий заимствования вследствие роста риска дефолта по суверенным облигациям; 2) дальнейшему ухудшению индикатора автоматической долговой динамики и выходу процесса накопления государственного долга за пределы коридора стабильности.



**Рис. 8. Динамика дифференциала процентной ставки по госдолгу относительно экономического роста Украины в 2007–2012 гг.**

Источник: рассчитано авторами на основе данных МВФ

\*  $\lambda_t = \frac{i_t - p_t(1 + g_t) - g_t + a_t e_t(1 + i_t)}{1 + g_t + p_t + g_t p_t}$ , где  $p_t$  – изменение дефлятора ВВП;  $g_t$  – реальный рост ВВП;  $a_t$  – доля государственного долга, деноминированного в иностранной валюте;  $e_t$  – девальвация номинального курса гривни.



**Рис. 9. Изменения индикатора автоматической долговой динамики в Украине в 2007–2012 гг.**

Источник: рассчитано авторами на основе данных МВФ

Это, в свою очередь, может оказать негативное воздействие на финансовую стабильность по следующим каналам.

**1. Канал вытеснения кредитования реального сектора.** Вследствие того, что основным держателем ОВГЗ является банковская система, рост государственного долга будет стимулировать продолжение процесса вытеснения государственными ценными бумагами кредитования реального сектора, а следовательно, снижения показателей экономического роста.

**2. Канал ухудшения активов банковской системы.** В случае роста риска дефолта будут ухудшаться активы банков (ОВГЗ в банковских портфелях), повышаться кредитные риски, риски ликвидности и риски привлечения финансирования.

**3. Канал валютного риска.** Рост обязательств по государственным облигациям в валюте будет провоцировать увеличение валютного риска и риски чрезмерного снижения валютных резервов НБУ.

**4. Канал влияния на расходы бюджета.** Вследствие того, что рост государственного долга увеличивает нагрузку на расходную часть бюджета, повышается вероятность усиления налогового пресса на экономику. В этом случае запускается негативная цепная реакция: рост налоговой нагрузки на реальный и финансовый секторы → увеличение риска снижения деловой активности → рост риска падения доходов бюджета → рост риска дефолта по суверенным облигациям → ухудшение активов банковской системы.

Если происходит непродуманное сокращение расходов государственного бюджета по ключевым статьям, это также может вызвать негативную цепь последствий: сокращение социальных программ и государственных инвестиций → падение внутреннего спроса, уменьшение доходов → снижение платежеспособности домохозяйств и предприятий → рост кредитного риска банковской системы.

**5. Канал сокращения государственного потенциала реагирования на внешние шоки.** Рост государственного долга и расходов по его обслуживанию сокращает государственный потенциал реагирования на новые внешние шоки. Поскольку в состоянии высокой долговой нагрузки значительно снижается способность фискальной политики к стабилизации экономических процессов, экономика становится более волатильной и более уязвимой к негативным внешним влияниям.

**6. Канал инфляционных рисков.** Рост инфляционных рисков со стороны государственного долга обусловлен тем, что в ситуации, когда для выплаты существую-



шего долга уже невозможно привлечь новое финансирование по приемлемым процентным ставкам, правительство подталкивает центральный банк к монетизации долга. Осознание инвесторами этой опасности ведет к тому, что они переоценивают риск от хранения своих средств и государственных облигаций в национальной валюте. В такой среде борьба центрального банка с ростом инфляции путем ужесточения монетарной политики уже не сработает, так как рост процентных ставок будет приводить к росту процентных расходов по государственному долгу и обострению необходимости нового витка его монетизации. Таким образом, в этой ситуации без необходимых мер со стороны фискальных органов ужесточение монетарной политики станет неэффективным для контроля инфляции.

#### **Выводы**

Существование всего спектра рисков и препятствий для реализации “экономического чуда” в Украине объясняется не только влиянием глобального финансового кризиса, на что часто ссылаются регулирующие органы, но и отсутствием эффективной целостной стратегии макроэкономического регулирования. Накапливаются риски, характерные для ситуации, когда скрытой целью “регулирования” выступает удовлетворение экономических интересов отдельных влиятельных групп, что может привести к разложению и распаду целостной экономики на конфликтующие мощные структуры, то есть к неэффективному олигополистическому устройству. Такое разрушение фундаментальных основ социальной рыночной экономики ведет к выкачиванию ресурсов страны и уничтожению ее перспектив не только в достижении “экономического чуда”, а даже просто в нормальном развитии. Сегодня экономика Украины превращена в совокупность нескольких крупных вертикально интегрированных финансово-промышленных групп. По словам Л. Эрхарда, наиболее опасна для экономики ситуация, когда политическая и экономическая власть становятся просто звеньями в вертикальной интеграции корпораций и превращаются в инструменты сохранения и приумножения бизнеса нескольких собственников. Такая институциональная структура экономики ведет к резкому усилению неравенства в распределении доходов и, вследствие сжатия внутреннего спроса, через описанные выше механизмы — к застою и экономическому спаду. В условиях глобального кризиса внешние рынки уже не могут быть спасительным средством. Таким образом, творцы этой институциональной структуры экономики могут стать жертвами яда, который они же и создали.

Эффективным выходом и для крупного бизнеса, и для правительственных структур может быть только кардинальная смена парадигмы их деятельности: от схем концентрации доходов к цивилизованным стратегиям инновационного технологического развития экономики, стимулированию становления среднего класса путем всесторонней поддержки малого и среднего бизнеса, неукоснительного обеспечения равных прав собственности для всех, создания условий для честной и эффективной конкуренции. За счет этого возникнет устойчивый источник экономического роста, более равномерного распределения доходов, увеличения внутреннего спроса и формирования устойчивой основы не только для процветания финансовой элиты, но и роста благосостояния нации в целом.

#### **Список использованной литературы**

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. Унковская Т.Е. Методология макроэкономического моделирования: современные вызовы и перспективы развития // Экономическая теория. — 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 [Электронный ресурс]. Режим доступа : <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. [Электронный ресурс]. Режим доступа : [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.W. *Posleshok. Ekonomika Budushchego* [Aftershock. The Next Economy and America's Future]. Moscow, Kar'era Press, 2012 [in Russian].

3. Unkovskaya T.E. *Metodologiya makroekonomicheskogo modelirovaniya: sovremennye vyzovy i perspektivy razvitiya* [Methodology of macroeconomic modeling: modern challenges and perspectives of development]. *Ekonomicheskaya Teoriya — Economic Theory*, 2013, No. 1 [in Russian].

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*, 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 borgu 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].

Статья поступила в редакцию 16 августа 2013 г.

---