

## ДЕТЕРМІНАНТИ ЗОВНІШНЬОЇ І ВНУТРІШНЬОЇ ЗАБОРГОВАНOSTІ УКРАЇНИ В КОНТЕКСТІ ПОЛІТИКИ ВІДВЕРНЕННЯ ФІНАНСОВОГО БАНКРУТСТВА

*Розглянуто основні причинні чинники у формуванні зовнішньої і внутрішньої заборгованості України за умов трансформаційного розвитку її економіки. Визначено шляхи оптимізаційної зовнішньої та внутрішньої заборгованості країни у контексті відвернення фінансового банкрутства.*

Розбудовуючи власну державність і ринкову економіку, Україна інтегрується у світову економіку та міжнародний фінансовий ринок. Побудова демократичної, соціальної, правової держави, як зазначено в Конституції України, потребує інтенсивного використання всіх наявних фінансових ресурсів. Залучення коштів на фінансовому ринку через випуск цінних паперів – вагомий фінансовий ресурс державного бюджету, засіб покриття бюджетного дефіциту. З огляду на це залучення фінансових ресурсів на внутрішньому ринку зумовлює утворення значного внутрішнього державного боргу України. Разом із цим, питання зовнішньої заборгованості України є важливими для сучасного етапу економічного і політичного розвитку держави. Досвід різних країн світу підтверджує, що використання додаткових можливостей розвитку, які можуть надати зовнішні джерела фінансування – це помітний чинник поступального руху вперед, насамперед за умов трансформаційного розвитку. Проте неефективне використання зовнішніх боргових зобов'язань призводить до фактичної втрати державою своєї економічної і політичної безпеки.

Теоретичні основи виникнення внутрішнього та зовнішнього державного боргу певною мірою вивчені у фінансовій літературі. Належне місце у розробці цієї проблеми посідають праці українських учених: М. Богачевського, І. Бурковського, А. Гальчинського, С. Мочерного, О. Плотнікова, В. Федосова та інших. Попри наявність окремих досліджень, актуальність і важливість цих проблем зумовлюють подальше осмислення як їхніх теоретичних засад, так і розробки практичних узагальнень і пропозицій.

Розвиток економік різних країн світу свідчить про те, що однією з головних проблем в умовах кризи є нагромадження капіталу. Нагромадження капіталу за допомогою звичайних "не кризових" засобів стає сумнівним через вплив визначальних складових кризової економіки. Зрештою, саме кризовий розвиток економіки спонукає до пошуку нових нетрадиційних шляхів нагромадження капіталу для його подальшого інвестування. Однаковою мірою відбувається пошук можливостей для залучення інвестицій, котрі мають іноземне походження. Так, сукупність можливих джерел нагромадження капіталу потенційно може мати таку структуру (табл. 1).

Таблиця 1

Основні джерела нагромадження капіталу [5, 85]

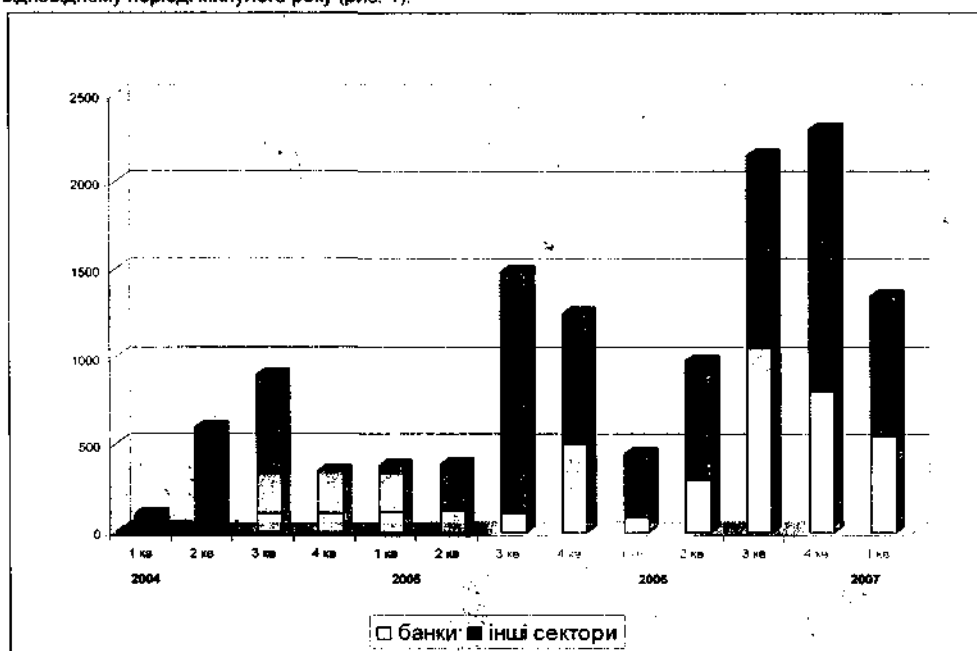
| 1. Внутрішні джерела  |                                                                |                                |
|-----------------------|----------------------------------------------------------------|--------------------------------|
| 1.1. Державні         | 1.2. Недержавні                                                |                                |
|                       | 1.2.1. Юридичних осіб                                          | 1.2.2. Фізичних осіб           |
| держбюджет            | прибуток та амортизаційні відрахування                         | заощадження населення готівкою |
| позабюджетні фонди    | акціонерний капітал товариств                                  | приватизаційні сертифікати     |
| державні підприємства | ресурси банків                                                 | компенсаційні сертифікати      |
| державні цінні папери | ресурси небанківських посередників                             |                                |
|                       | кошти тіньового сектора (готівка)                              |                                |
| 2. Зовнішні джерела   |                                                                |                                |
|                       | іноземні інвестиції та інвестиційні кредити                    |                                |
|                       | кошти іноземних держав                                         |                                |
|                       | кошти міжнародних установ                                      |                                |
|                       | кошти іноземних приватних комерційних структур                 |                                |
|                       | кошти іноземних приватних осіб                                 |                                |
|                       | кошти, вивезені з України, які належать українським резидентам |                                |

Світовий досвід має багато прикладів як ефективного, так і неефективного використання зовнішніх боргових зобов'язань. У будь-якому разі органічне поєднання внутрішніх та зовнішніх джерел використання фінансових ресурсів є запорукою сталого розвитку країни. Сучасний світ по-різному використовує зовнішні боргові запозичення поряд із внутрішніми джерелами фінансування. Фактично не залишилося жодної країни, яка б базувалася лише на "власних" можливостях. І це є логічним за умов глобалізації світогосподарських відносин та інтернаціоналізації валютно-фінансової сфери. При цьому обов'язковим аспектом фінансової відкритості є здатність країни брати участь у міжнародних кредитно-фінансових відносинах без негативних наслідків для макроекономічної стабільності держави.

У цьому контексті на увагу заслуговує проблема кореляції між показниками обсягів зовнішніх запозичень та рівнем боргової безпеки тієї або іншої країни. Зазвичай велика зовнішня заборгованість не завжди характеризує небезпеку порушення стабільності макроекономічної системи та залежність від деструктивних зовнішніх впливів. Варто також урахувати, оскільки боржники щодо одних країн можуть виступати кредиторами інших, тому поняття "борг" відрізняється від поняття "чистий борг". Останній дорівнює загальному боргу, мінус наявні фінансові активи, зворотні зобов'язання інших суб'єктів кредитних відносин. Крім цього, мають значення і фізичні масштаби країни, оскільки один і той самий абсолютний показник зовнішньої заборгованості може відповідати різним відносним показникам. Так, у підсумку для великої чи малої за кількістю населення та обсягами ВВП країни він принципово відрізнятиметься наслідками.

Використання зовнішніх запозичень є природним засобом мобілізації фінансових ресурсів, апробованим світовою практикою. Широко застосовуються як кредити довгострокового характеру, передусім з метою інвестування в економіку, так і кредити середньострокові та довгострокові, пов'язані із зовнішньоекономічними зв'язками за широким спектром потенційно можливих операцій.

Зведене сальдо платіжного балансу України в I кварталі 2007 р. сформувалося як позитивне завдяки значному припливу довгострокових ресурсів, наша країна продовжує бути доволі привабливою для іноземних інвестицій. Загальний обсяг накопичених прямих інвестицій в Україну за I квартал 2007 р. збільшився на 5,4% порівняно з початком року і становить 24,4 млрд. дол. США. У розрахунку на душу населення ПІ дорівнюють 524 дол. на особу. Показовим у I кварталі 2007 р. є зростання чистих залучень за середньо- і довгостроковими кредитами та облігаціями до 2,7 млрд. дол., що в 3,6 разу більше, ніж у відповідному періоді минулого року (рис. 1).



**Рис. 1. Чисті залучення за середньо- та довгостроковими негарантованими кредитами [7].**

Важомий вклад у формування зовнішніх боргових зобов'язань України зробила її банківська система. В I кварталі 2007 р. банківський сектор розмістив єврооблігацій на загальну суму 1,4 млрд. дол. (рис. 2). На відміну від 2006 р., упродовж січня-березня 2007 р. реальний сектор та Уряд України не залучали кошти через розміщення єврооблігацій.

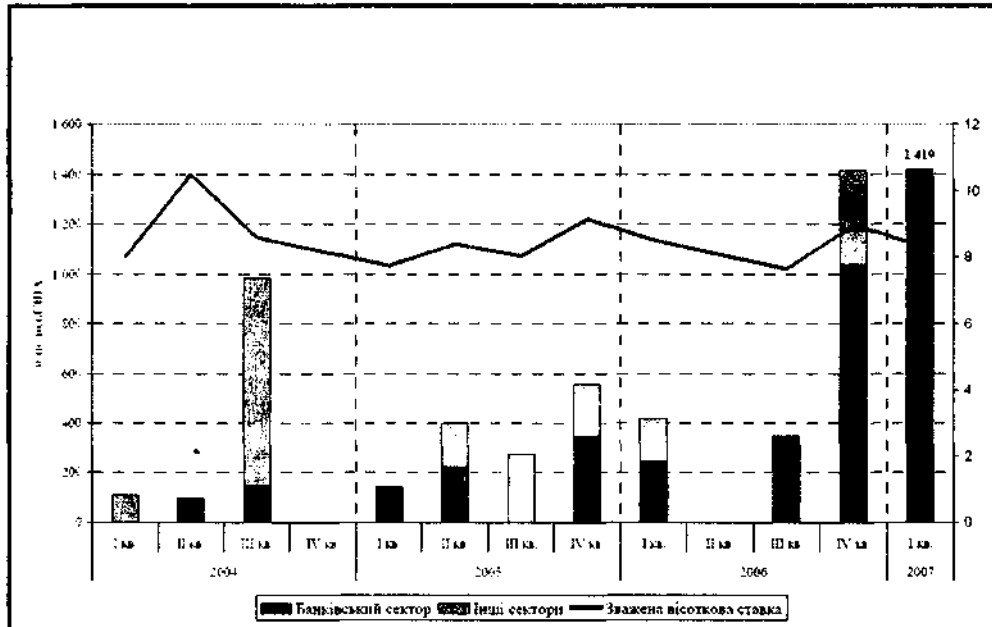


Рис. 2. Залучення коштів за рахунок випуску єврооблігацій банківським та іншими секторами економіки [7].

Слід зазначити, що у I кварталі 2007 р. банківський сектор надав перевагу довгостроковим залученням, тоді як у 2006 р. частка короткострокових залучень становила майже 50% від загального обсягу чистих залучень. Водночас збільшилась зацікавленість нерезидентів у придбанні облігацій українських банків, випущених на внутрішньому ринку. Так, протягом I кварталу 2007 р. нерезидентами було придбано таких облігацій на 614 млн. дол., що майже вдвічі перевищує обсяги чистої купівлі за 2006 р.

Таким чином, сукупний зовнішній борг України набув тенденції до швидкого зростання. За минулий рік збільшився майже на 40% (із 39,6 млрд. дол. до 54,5 млрд. дол.), досягнувши наприкінці 2006 р. більш ніж половини 51,23% від номінального ВВП країни (538 млрд. грн., або 106,5 млрд. дол.) [6].

На думку банківських експертів, активізація зовнішніх запозичень має ринкове підґрунтя. Зовнішні ресурси обходяться значно дешевше, ніж внутрішні, і строки залучення набагато більші. Поширена також думка, що зростання зовнішніх запозичень є позитивною тенденцією, оскільки відображає не лише підвищення довіри іноземних інвесторів до України, а й посилення інвестиційної діяльності промислового сектора [6].

Зважаючи на подібні трактування цього українського феномена щодо активізації зовнішніх запозичень держави, маємо певні сумніви до раціональності й оптимальності нашої нинішньої політики запозичень. Вважаємо, що Україні потрібно переорієнтувати осисві зусилля щодо залучення позик на внутрішній ринок. Таким чином зменшаться ризики і збільшиться користь як для економіки, так і для розвитку її фінансових ринків.

Важливу роль у спектрі проблем зовнішньої заборгованості відіграє структура та загальна концептуальна орієнтація зовнішньоекономічної діяльності держави. Можна констатувати про об'єктивну енергетичну, сировинну, технологічну залежність України від зовнішніх джерел, причому пом'якшити вплив такої залежності на макроекономічну ситуацію в стислі строки є складним завданням. Наявні різноманітні чинники, які прямо або опосередковано впливають на розміри, структуру та динаміку зовнішнього боргу України. У будь-якому разі, зовнішня заборгованість України може бути і повинна бути оптимізована. Чинник зовнішньої заборгованості не має гальмувати ринкову трансформацію економіки нашої країни, її вихід з багаторічного кризового стану.

Слід зазначити, що проблема концентрації капіталу на національному рівні за рахунок внутрішніх джерел немає чітко визначеного розуміння. Це однаковою мірою стосується як до об'єктів концентрації капіталу, так і дій урядових органів, котрі повинні регулювати процеси концентрації та інвестування. Днині практично відсутня координація діяльності державних органів на фінансовому та фондовому ринках. Цей стан зумовлює труднощі у регулюванні процесу нагромадження капіталу та його подальшого інвестування.

Сукупність сучасних організаційних структур, діяльність яких в Україні пов'язана з накопиченням капіталу, передбачає виокремлення таких груп:

- 1) небанківські фінансові установи;

- 2) комерційні банки;
- 3) фінансово-промислові групи;
- 4) механізми розміщення державних цінних паперів;
- 5) структури державного регулювання нагромадження капіталу та залучення інвестицій.

Однак треба визнати, що всі зазначені групи організаційних структур мають переважно негативний імідж у потенційних як внутрішніх, так і зовнішніх інвесторів. Зокрема, окремі небанківські фінансові установи мають дуже низький рівень довіри фізичних і юридичних осіб, що пов'язано з низкою проблем довірчих товариств та інших структур, котрі мали акумулювати вільні кошти. Разом із цим, таке ставлення до них майже автоматично вилучає можливості накопичення капіталу за рахунок збереження приватних осіб та готівкових коштів іншого походження, в тому числі сумнівного.

Щодо банків, то в плані нагромадження капіталу справа йде краще. Проте нагромадження капіталу шляхом розміщення на депозитах коштів юридичних та фізичних осіб немає цінового забарвлення для подальшого інвестування. Таким чином лише створюються банківські ресурси, а не здійснюється нагромадження капіталу для подальшого інвестування.

За останній період у вітчизняній науці проблематика розвитку системи внутрішніх державних позик набула особливого сенсу. Це зумовлено тим, що залучення коштів державою на ринковій основі в оптимальних розмірах є найбільш прийнятним способом фінансування дефіциту бюджету за умов трансформації економіки. Ринок державних боргових зобов'язань України функціонує на базі використання таких фінансових інструментів, як облігації внутрішньої державної позики (ОВДП), облігації внутрішньої державної ощадної позики (ОВДОП) та казначейські векселі.

В середині 90-х р. XX ст., розміщуючи високодохідні ОВДП, держава визначала ціну фінансових ресурсів та концентрувала основні фінансові потоки, вилучаючи кошти з реальної економіки. За рахунок ринку державних цінних паперів Уряд України вирішував проблему бюджетного дефіциту, замінюючи емісійне фінансування на боргове, не беручи до уваги, що останнє також може мати негативні наслідки. За рахунок залучених коштів на внутрішньому ринку фінансувалися поточні видатки бюджету, що, на нашу думку, було одним з основних недоліків вітчизняної політики запозичень. Ситуація з ліквідністю вітчизняних ОВДП особливо загострилась під час розгортання світової фінансової кризи (1997–1998 рр.). Події, які відбувалися в Україні в цей період, можна охарактеризувати як двоетапне загострення фінансового стану української економіки. Якщо оцінювати процеси в Україні з точки зору наповнення державного бюджету і загальної економічної ситуації в державі, то можна визначити дві відчутні фази фінансової кризи.

Перша з них – загострення ситуації восени 1997 р., а інша – пов'язана з найбільш драматичними потрясіннями серпня-вересня 1998 р. Ураховуючи, що привнесені ззовні кризові тенденції в Україні знайшли відповідне "підґрунтя" – вони відбувалися на базі вже традиційно негативних макроекономічних показників у державі, – ситуація, яка складалася протягом літа-осені 1998 р., мала відчутні наслідки для поточного стану національної економіки. У цьому разі чи не єдиним шляхом погашення зобов'язань за цінними паперами є випуск більш нових цінних паперів. З огляду на це можна зробити висновок, що така тактика дій (фактично – "будівництво" фінансових пірамід) не може не призвести до повного краху, і тому після кризових подій 1998 р. суттєво зменшилась кількість бажаючих купувати українські ОВДП, що погіршило фінансовий стан держави та перекреслює всі попередні здобутки.

Так, у I кварталі 2007 р. не відбувається суттєвих змін на ринку внутрішніх цінних паперів Уряду: за відсутності нових емісій ОВДП та ОВДП-ПДВ портфель нерезидентів зменшився загалом на 42 млн. дол.

Слід зазначити, що за сучасних динамічних умов руху короткострокового капіталу, "гарячих" грошей, ураховуючи масштаби економіки України та її нестабільність, не можна покладатися на короткострокові впливання капіталу, які надходять з ринку ОВДП. З огляду на чутливість такого капіталу до тимчасових ускладнень, а також через спекулятивну поведінку агентів ринку, валютний курс стає надзвичайно вразливим й може різко зменшитися. Для запобігання такої ситуації необхідно вдосконалити умови й структуру облігацій внутрішньої позики. Насамперед потрібно випускати більше цінних паперів з відносно подовженням строком погашення і менше короткострокових інструментів, щоб забезпечити триваліший період для маневрування, зокрема, в умовах нинішніх трансформацій.

Таким чином, зважаючи як на ступінь опосередкування експортно-імпортних операцій у різних сферах економіки України, так і на її залежність від міжнародних кредитно-фінансових потоків, умов обслуговування боргових зобов'язань, треба відповідально оцінювати можливості країни ефективно не лише залучати, а й обслуговувати поточні зовнішні боргові зобов'язання.

З огляду на вище подані негативні моменти і світову практику управління та обслуговування як внутрішнім, так зовнішнім боргом держави, не викликає сумніву, що вітчизняна система потребує вдосконалення та оптимізації. Так, зважаючи на реалії вітчизняної практики формування і обслуговування державного боргу, доходимо певних висновків і подаємо такі рекомендації.

1. Україна необхідна відкрита економіка і створення такої системи відносин із зовнішнім світом, яка дала б змогу використати все позитивне, що накопичено у світі, але при цьому не ігнорувала б її інтереси національної економіки та політичної безпеки. Формування відкритої економіки є необхідним кроком у напрямку розширення не тільки економічних, а й політичних зв'язків, перетворення країни на органічний елемент міжнародної економіки.

**Вогдан Луців**

**Детермінанти зовнішньої і внутрішньої заборгованості України...**

---

2. Слід визначити необхідні параметри та цілі відносин із зовнішніми кредиторами, що є важливою передумовою оптимізації зовнішньої заборгованості, яка б урахувала обслуговування раніше залучених зовнішніх запозичень і перспектив отримання нових надходжень з інших країн.
3. Трансформаційні умови сучасного розвитку України як обов'язкової передумови покращення боргової позиції потребують проведення загальної структурної реформи. Цю проблему необхідно вирішувати згідно з апробованими світовою практикою критеріями та відповідності до поточного перебігу подій у країні.
4. На національному рівні слід домогтися чіткого розподілу функцій і сфер діяльності між Міністерством фінансів України, Національним банком України, Міністерством економіки України тощо. Всі організаційні структури, від діяльності яких залежить залучення та обслуговування іноземних запозичень України, повинні мати чітку програму діяльності, яка потребує постійної координації відповідності до чітко визначених державних стратегічних пріоритетів.
5. Залучені державою кошти за рахунок випуску облігацій потрібно використовувати для фінансування реальних інвестицій. На даному етапі розвитку економіки України значну частку всіх залучених фінансових ресурсів необхідно спрямовувати на фінансування конкретних інвестиційних програм. За рахунок коштів, залучених на ринку державних цінних паперів, слід фінансувати галузі, розвиток яких сприятиме швидкому збільшенню виробничого потенціалу економіки нашої країни.
6. Управління державним внутрішнім боргом повинно бути спрямоване на збільшення середнього строку погашення заборгованості та зменшення витрат на обслуговування боргу. Для цього необхідно збільшувати загалом випуск ОВДП частки державних боргових зобов'язань із строком погашення від 1,5 до 5 років, дотримуючись політики планомірного зменшення ставок доходності. Це дасть змогу рефінансувати заборгованість держави, використовуючи різні методи управління та обслуговування боргу.

Отже, реалізація запропонованих заходів, на нашу думку, сприятиме ефективному функціонуванню ринку зовнішніх і внутрішніх державних позик як вагомого фінансового ресурсу, слугуватиме розбудові державних фінансів, покращенню фінансового стану та унеможливить фінансове банкрутство України.

#### **Література**

1. Бурковський І. Економічна політика України: формальні і реальні альтернативи // Політична думка. – 1999. – № 4. – С. 76–86.
2. Гальчинський А. С. Суперечності реформ: у контексті цивілізаційного процесу. – К.: Українські привілеї, 2001. – 215 с.
3. Гальчинський А. С. Україна: поступ в майбутнє. – К.: Основи, 1999. – 220 с.
4. Мочерний С., Плотников О. Економічна безпека в контексті державного суверенітету України // Економіка України. – 1998. – № 4. – С. 4–12.
5. Плотников О. В. Ultima ratio економічних реформ. – К.: Кондор, 2003. – 240 с.
6. Самохіна С., Сколотянний Ю. Життя в борг: дають – бері? // Дзеркало тижня. – 2007. – № 24.
7. [www.bank.dou.ua](http://www.bank.dou.ua).