УДК 339.278

Т. П. БОГДАН,
доктор економічних наук,
головний науковий співробітник,
завсектором міжнародних фінансових досліджень
ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАН України"
(Київ)

ЗОВНІШНЄ БОРГОВЕ НАВАНТАЖЕННЯ ТА ВИКЛИКИ ДЛЯ ВАЛЮТНО-ФІНАНСОВОЇ ПОЛІТИКИ УКРАЇНИ

Виявлено основні тенденції у сфері зовнішньої боргової динаміки України, визначено ризики її боргової позиції та проаналізовано показники боргової стійкості. Розкрито роль потоків іноземного капіталу в загостренні банківської, валютної та виникненні економічної кризи у 2014–2015 рр. Обгрунтовано пріоритети економічної політики держави, що спрямовані на пом'якшення деструктивного впливу боргових процесів і стабілізацію валютно-фінансової ситуації в країні.

Ключові слова: зовнішній борг, боргова стійкість, іноземний капітал, фінансова криза.

T. P. BOGDAN,
Doctor of Econ. Sci.,
Principal Sci. Researcher,
Head of the Sector of International Financial Studies,
Institute for Economics and Forecasting of the NAS of Ukraine
(Kyiv)

EXTERNAL DEBT BURDEN AND CHALLENGES FOR THE CURRENCY-FINANCIAL POLICY OF UKRAINE

The author reveals the main trends of the external debt dynamics of Ukraine, identifies the risks of Ukraine's debt position, and analyzes the indicators of debt sustainability. She outlines the role of foreign capital flows in deepening the banking and currency crises and in driving the economic recession in 2014–2015. Economic policy priorities aimed at the mitigation of destructive effects of the external debt and the stabilization of a financial situation in the country are elaborated.

Keywords: external debt, debt sustainability, foreign capital, financial crisis.

Глобальним економічним феноменом XXI ст. стало формування боргової економіки, що грунтується на гіпертрофованому використанні кредитних підойм для нарощування споживчого попиту і підтримки економічної активності. В історичному ракурсі еволюція боргової моделі пройшла шлях від класичного державного кредиту і виникнення боргового "нависання" в окремих суверенних позичальників до аномального розростання кредитної системи та функціонування боргової економіки у групі розвинутих країнах і тих, які розвиваються. У розвинутих країнах рівень державного боргу на початок 2015 р. становив понад 105% ВВП, а обсяг внутрішнього кредиту приватному сектору – 142% ВВП *.

© Богдан Тетяна Петрівна (Bogdan Tetyana Petrivna), 2016; e-mail: tetiana.bogdan@gmail.com.

* The World Bank. Domestic credit to private sector (% of GDP) [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://data.worldbank.org/indicator/FS.AST.PRVT.GD.ZS.

Для країн, що розвиваються, особливо актуальною є проблематика зовнішньої заборгованості: багато з них змушені покладатися на залучення зовнішніх позик для фінансування розривів платіжного балансу – дефіциту зовнішньої торгівлі та "втечі" національного капіталу. Задоволення фінансових потреб уряду та суб'єктів господарювання в цих країнах шляхом мобілізації внутрішніх ресурсів у багатьох випадках відбувається складно внаслідок волатильності макроекономічного середовища і недорозвинутості внутрішнього ринку капіталів.

Залучення зовнішніх фінансових ресурсів як джерела фінансування економічного розвитку бідних країн і формування надмірного боргового навантаження як драйвер фінансових криз розглядались у працях К. Райнхарт, К. Рогоффа, Г. Калво, Г. Мілесі-Ферретті, Л. Катао, П. Кругмана, М. Савастано, С. Классенса, А. Гоша та ін. [1–6]. У своєму останньому дослідженні "Рік суверенних дефолтів" К. Райнхарт прогнозує, що 2016 р. стане роком масових дефолтів країн, що розвиваються. Це зумовлено тектонічними зсувами в глобальному економічному кліматі, від яких найбільше постраждають саме ці країни: уповільненням економічного зростання у Китаї та зниженням світових цін на сировину, початком циклу підвищення процентних ставок ФРС США і скороченням припливу іноземного капіталу до країн з ринками, що формуються. Останнім часом експортні надходження та доходи бюджетів у цих країнах знизились, а їх валюти девальвували, що посилило тягар обслуговування зовнішніх боргів. У таких умовах, які продовжують погіршуватися через повсюдне уповільнення темпів економічного зростання, неминучим стає ланцюг суверенних дефолтів країн, що розвиваються [7].

З огляду на це, **мета статті** – ідентифікувати ризики боргової позиції України, проаналізувати показники боргової стійкості та визначити фактори боргової кризи як складової "потрійної" фінансової кризи, що створюватиме підгрунтя для розробки пропозицій щодо економічної політики держави, спрямованої на пом'якшення деструктивного впливу боргових процесів і стабілізацію валютно-фінансової ситуації в країні.

Динаміка валового зовнішнього боргу України формувалася під впливом як глобальних тенденцій, так і специфічних внутрішніх факторів. За 2004–2013 рр. абсолютна сума зовнішнього боргу України збільшилася на 118,7 млрд. дол., а відносна – зросла за цей самий період з 47,5% ВВП до 78,1% ВВП (табл. 1). Зворотна тенденція до зменшення абсолютної суми зовнішнього боргу почала виявлятися з 2014 р. З початку 2014 р. і до середини 2015 р. валовий зовнішній борг зменшився на 16,1 млрд. дол. (із 142,5 до 127 млрд. дол.), проте відносна його величина за цей самий час помітно збільшилась. Якщо на початку 2014 р. валовий зовнішній борг становив 78,1% ВВП, то у середині 2015 р. – вже 163,2% ВВП. Очевидно, що причиною такого стрибка є девальвація національної валюти та скорочення реального ВВП.

З огляду на величину валового зовнішнього боргу України – 163,2% ВВП і 239,6% експорту, – можна говорити про надмірний рівень боргового навантаження, що як феномен справляє багатовекторний деструктивний вплив на економіку. Зокрема, за останні два роки Україна зазнала колосального відпливу капіталу і втратила можливості для рефінансування зовнішніх боргів з ринкових джерел, що стало ланкою у кризовому ланцюгу подій з дестабілізації економіки та фінансової системи України.

Таблиця 1

Абсолютна і відносна величини валового зовнішнього боргу України *

Тип позичальника	Млрд. дол.					% ВВП				
	01.01.04 р.	01.01.09 р.	01.01.14 р.	01.01.15 р.	01.07.15 р.	01.01.04 р.	01.01.09 р.	01.01.14 р.	01.01.15 р.	01.07.15 р.
Сектор загального державного управління	8,9	13,3	29,9	32,9	35,9	17,8	9,7	16,4	33,7	46,1
Сектор грошово-кредитного регулювання	1,9	6,1	1,8	2,2	6,6	3,8	3,8	1,0	2,3	8,5
Банки	1,8	35,3	22,6	18,8	15,7	3,5	32,0	12,4	19,3	20,2
довгостроковий	0,7	28,8	17,1	13,5	11,6	1,3	24,4	9,4	13,8	14,9
короткостроковий	1,1	6,5	5,4	5,2	4,2	2,2	7,6	3,0	5,3	5,4
Нефінансові підприємства	10,8	41,0	79,4	63,3	59	21,5	33,5	43,5	64,9	75,8
довгостроковий	2,9	27,8	47,3	48,2	45,7	5,7	24,5	25,9	49,4	58,7
короткостроковий	7,9	13,2	32,1	15,1	13,3	15,8	8,8	17,6	15,5	17,1
Міжфірмовий борг за ПП	0,4	5,0	8,8	9,2	9,7	0,8	3,4	4,8	9,4	12,5
Валовий зовнішній борг	23,8	100,6	142,5	126,4	127,0	47,5	82,3	78,1	129,6	163,2

* Розраховано автором за даними НБУ і Державної служби статистики України.

Великий обсяг зовнішнього боргу є небезпечним для економіки країни з огляду на такі чинники:

– у більшості випадків уповільнюються темпи економічного зростання внаслідок підвищення ступеня економічної невизначеності та зменшення приватних інвестицій;

– за вагомого розміру боргу виникає необхідність у генеруванні надлишку поточного рахунку платіжного балансу для погашення та обслуговування накопичених боргів, що може скорочувати інвестиційний і споживчий попит в економіці;

– підвищується уразливість економіки до впливу зовнішніх шоків – процентних ставок, цін на експортовані товари, рівня попиту в країнах-партнерах;

– високе зовнішнє боргове навантаження позбавляє уряд можливості проводити антициклічну фіскальну та монетарну політику, що у кризових умовах збільшує економічний спад;

– під дією будь-яких чинників внутрішнього чи зовнішнього характеру суб'єкти національної економіки можуть втратити доступ до зовнішнього фінансування, що генеруватиме кризові імпульси для економіки, отже, існує проблема рефінансування накопиченого боргу.

Спробуємо проаналізувати проблематику боргового навантаження крізь призму індикаторів боргової стійкості. Як свідчать дані таблиці 2, на середину 2015 р. валовий зовнішній борг України становив майже 240% експорту і втричі перевищив середній рівень боргу для країн з низькими і середніми доходами (79,1% експорту), а також прийнятий у світовій практиці граничний рівень боргу – 200% експорту.

Відношення обсягу платежів за довгостроковим зовнішнім боргом України до експорту товарів і послуг за підсумками 2013 р. становило 42,4%, 2014 р. – 46,1%, а I півріччя 2015 р. – 66,3%. Отже, у випадку реверсу потоків капіталу більше половини експортних надходжень Україна має направляти на зовнішні боргові виплати. Для порівняння:

прийнятий у світі граничний показник дорівнює 20% експорту, а середнє значення у країнах з низьким і середнім рівнями доходів у 2014 р. становило 8,9%.

Таблиця 2

Індикатори боргової стійкості України *

Показники	Станом на:			Середнє для країн, що розвиваються, на 01.01.2015 р.	Гранично допустиме значення
	01.01.2014 р.	01.01.2015 р.	01.07.2015 р.		
Валовий зовнішній борг (% експорту товарів і послуг).....	167,1	193,0	239,6	79,1	200
Валовий зовнішній борг (% ВВП).....	77,5	127,1	163,2	22,2	–
Короткостроковий зовнішній борг за залишковим строком погашення (% до міжнародних резервів).....	290,4	788,0	575,1	24,8	100
Чиста міжнародна інвестиційна позиція країни (% ВВП).....	–42,2	–63,5	–75,3	–	–35
Сальдо поточного рахунку платіжного балансу (% ВВП).....	–9,0	–4,6	–0,3	0,6	–4
Державний борг і гарантований державою борг (% ВВП).....	40,2	70,3	89,9	39,4	60
Планове погашення і обслуговування довгострокового зовнішнього боргу (% експорту).....	42,4	46,1	66,3	8,9	20

* Складено автором за даними МВФ, МБРР, НБУ, Міністерства фінансів України, Державної служби статистики України. Середні показники для країн, що розвиваються, наведені за даними Міжнародної боргової статистика МБРР (International Debt Statistics EBRD) і Бази даних щодо перспектив розвитку світової економіки МВФ (World Economic Outlook Database IMF).

Співвідношення короткострокового зовнішнього боргу за залишковим строком погашення та міжнародних резервів вказує на стійкість боргової позиції економічних суб'єктів і достатність міжнародних резервів для підтримки міжнародної ліквідності країни у випадку реверсу потоків капіталу. Тоді як у країнах з низьким і середнім рівнями доходів наприкінці 2014 р. короткостроковий зовнішній борг становив 24,8% міжнародних резервів, в Україні це співвідношення було на рівні 788% наприкінці 2014 р. і 575% – у липні 2015 р. Критичне значення відношення короткострокового зовнішнього боргу до міжнародних резервів дорівнює 100% (це відомий критерій Грінспена).

Низький рівень міжнародних резервів України частково пояснює тісний взаємозв'язок валютно-курсових і боргових проблем країни. В історичному контексті всі значні та слабокеровані девальвації гривні давали поштовх до дефолтів і реструктуризацій державного та (або) приватного боргу. Серед них:

1) реструктуризація облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП), зовнішніх комерційних зобов'язань Уряду та офіційного боргу Паризькому клубу кредиторів у 1998–2000 рр.;

2) реструктуризація зовнішніх корпоративних боргів (“Нафтогаз України”, “Інтерпайп”, “Індустріальний союз Донбасу”, “Альфа-Банк Україна”, “Надра”, “Укргазбанк”, “Фінанси та кредит”, “ПУМБ”, “Укрпромбанк” тощо) у 2008–2009 рр.;

3) пролонгація приватних боргів і реструктуризація зовнішнього суверенного боргу за єврооблігаціями у 2014–2015 рр.

Реструктуризація державного боргу поточного року розвантажила бюджети 2015–2018 рр. і надала підтримку платіжному балансу, але істотно посилила тягар зовнішнього боргу в довгостроковій перспективі. За умовами угоди з кредиторами, Уряд виплачуватиме 80% номінальної суми боргу протягом 2019–2027 рр., сплачуючи кредиторам 7,75% річної дохідності. Так, замість списаних 3,6 млрд. дол. він зобов’язався віддавати кредиторам 15%, або 40% номінального приросту ВВП, протягом 20 років, якщо темпи зростання реального ВВП перевищуватимуть, відповідно, 3% і 4%. За простими математичними підрахунками, сумарні виплати за інструментами компенсації вартості сягнуть 8,3 млрд. дол. за умови, що реальний ВВП зростатиме на 4% протягом 20 років; такі самі виплати перевищать 33 млрд. дол. у разі щорічного зростання ВВП на 5%. Дисконтування зазначених величин та обчислення їх поточної дисконтованої вартості не нівелюють наявні розриви між списаною сумою у 3,6 млрд. дол. і майбутніми зобов’язаннями України за інструментами компенсації вартості (ІКВ). По суті, в результаті реструктуризації державного боргу відбулася зміна його строкової структури при одночасному істотному зростанні величини державного боргу.

Отже, Україна порушує критерії боргової стійкості за всіма ключовими індикаторами. Причому в останні два роки проблеми надмірного зовнішнього боргового навантаження і незбалансованої валютно-фінансової позиції країни набули критичного характеру. Такий стан справ частково викликаний тим, що темпи акумулювання зовнішнього боргу навіть у роки його помірного зростання (падіння) перевищували темпи розширення (звуження) економічного базису – ВВП і експорту – для обслуговування накопичених боргів (табл. 3). Так, у 2009–2014 рр. середній розрив між темпами зростання реального ВВП і валового зовнішнього боргу становив –6,4%, а між темпами зростання експорту і валового зовнішнього боргу дорівнював –7,6%.

Таблиця 3

Темпи зростання ВВП і експорту України порівняно з темпами накопичення зовнішнього боргу *

(%)

Показники	Р о к и						Середньорічні значення
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	
Темпи зростання реального ВВП...	–14,8	4,1	5,5	0,2	0	–6,8	–2,1
Темпи зростання експорту.....	–36,6	27,7	28,3	1,4	–5,1	–19,8	–3,3
Темпи накопичення зовнішнього боргу.....	2,8	13,5	7,6	6,5	5,5	–11,0	4,3
Різниця між темпами зростання ВВП і зовнішнього боргу.....	–17,6	–9,4	–2,1	–6,3	–5,5	4,2	–6,4
Різниця між темпами зростання експорту і зовнішнього боргу.....	–39,4	14,2	20,7	–5,1	–10,6	–8,8	–7,6

* Розраховано автором за даними НБУ і Державної служби статистики України.

Щодо структури валового зовнішнього боргу за типом позичальника, то в останні два роки постійно збільшувалася сума зовнішнього державного боргу

Таблиця 4

Надходження зовнішнього позичкового капіталу до України *

(млрд. дол.)

Показники	Роки										
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	I півріччя 2015 р.
Середньо- і довгострокові кредити і боргові цінні папери	6,15	8,85	18,24	13,43	–4,66	3,93	0,71	9,32	5,79	–3,03	–3,60
Сектор загального державного управління	1,32	0,36	1,06	0,00	–1,12	3,11	1,12	4,43	4,75	3,29	1,20
Банки	1,63	4,08	10,53	7,59	–3,27	–2,12	–4,63	–2,04	–0,30	–1,92	–1,56
Нефінансові підприємства	3,20	4,41	6,65	5,85	–0,28	2,94	4,22	6,93	1,34	–4,40	–3,24
Короткострокові позики	1,42	3,68	4,87	–1,03	–4,47	2,83	1,89	–3,29	1,56	0,79	–1,35
Надходження позичкового капіталу (всього)	7,56	12,53	23,11	12,40	–9,14	6,76	2,60	6,04	7,35	–2,24	–4,96

* Складено автором за даними платіжного балансу НБУ.

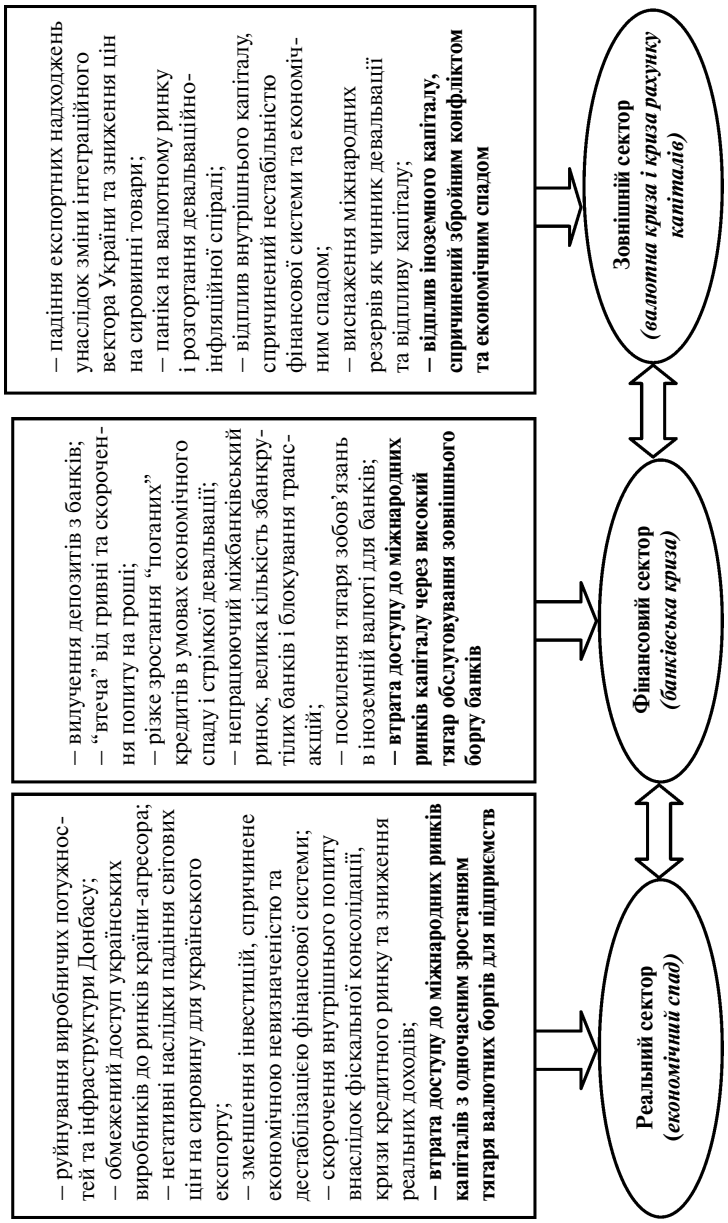
України і скорочувалася величина зовнішнього корпоративного боргу (див. табл. 1). Так, з початку 2014 р. до середини 2015 р. частка боргу органів державного управління і грошово-кредитного регулювання збільшилася з 22% до 33,5% загальної суми валового зовнішнього боргу. Зміна структури боргу відображає факт зменшення доступності зовнішнього фінансування при істотному зростанні ринкових процентних ставок за позичками вітчизняних підприємств і банків, а також залучення екстреного зовнішнього фінансування Урядом і НБУ.

Розглядаючи динаміку чистих зовнішніх запозичень суб'єктів економіки України за останні 10 років, мусимо вказати на їх додатну величину у 2005–2008 рр. і 2010–2013 рр. (табл. 4). У 2009 р. країна мала нетто-відплив іноземного позичкового капіталу обсягом 9,1 млрд. дол., що пояснювалося поширенням світової фінансової кризи на ринки, що формуються. У 2010–2013 рр. Україна відновила свої позиції як реципієнт іноземного позичкового капіталу, і нетто-запозичення всіх секторів економіки у 2013 р. досягли 7,4 млрд. дол., проте у 2014–2015 рр. знову відбувся нетто-відплив капіталу. На відміну від минулого досвіду, наявний реверс потоків капіталу не пов'язаний з трансмісією глобальних фінансових шоків до економіки України. Революційні події в Києві, анексія Криму Росією та збройний конфлікт у Донбасі призвели до погіршення економічної ситуації та переоцінки на фінансових ринках ризиків інвестування в Україну. На кінець 2014 р. рівень спреда "EMBIG-Ukraine" сягнув 2226 базових пунктів. Водночас у міжнародній практиці вважається, що спред на рівні 600 базових пунктів вже сигналізує про кризу рефінансування суверенних і приватних боргів *.

З кінця 2013 р. корпоративні позичальники України фактично виявилися відрізаними від ресурсів міжнародного ринку капіталів, що стало одним з чинників кризи у реальному секторі економіки, поглиблення банківської та валютної кризи (рис.). Так, рушійними силами кризи у ре-

* International Monetary Fund. Staff Guidance Note for Public Debt Sustainability Analysis in Market-Access Countries. – 2013. – May 9 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.imf.org/ external/np/pp/eng/2013/ 050913.pdf.

альному секторі економіки, зокрема, стали: руйнування виробничих потужностей та матеріальної інфраструктури Донбасу; обмеження доступу українських виробників до ринку збуту країни-агресора; зниження світових цін на товари національного експорту; падіння інвестиційної діяльності в умовах економічної невизначеності та фінансової дестабілізації; звуження внутрішнього попиту внаслідок стиснення кредитного ринку, фіскальної консолідації та зниження реальних доходів населення; втрата доступу українських корпорацій до міжнародного ринку капіталів за триразового зростання навантаження валютних боргів.



Рушійні сили фінансово-економічної кризи у 2014–2015 рр. і канали трансмісії кризових явищ

У цілому в Україні має місце так звана "потрійна" фінансова криза (банківська, валютна і боргова), яка протікає в умовах глибокої економічної рецесії. При цьому фактично реалізується взаємний двосторонній вплив між секторами економіки: фінансова криза поглиблює економічний спад, а різке падіння виробництва і експорту унеможливлює подолання фінансової кризи.

У сфері платіжного балансу України, починаючи з 2014 р., відбувалися такі негативні явища і процеси: падіння експортних надходжень унаслідок втрати російського ринку збуту та зниження цін на сировинні товари; відплив іноземного капіталу, спричинений збройним конфліктом та економічним спадом; паніка на валютному ринку і розгортання девальваційно-інфляційної спіралі; відплив внутрішнього капіталу, спричинений нестабільністю фінансової системи та економічним спадом; виснаження міжнародних резервів, що поглибило девальвацію та інтенсифікувало "втечу" капіталу.

Боргова криза в Україні проявлялась як криза суверенного боргу та криза корпоративних боргів. При цьому основними засобами врегулювання боргової кризи з боку позичальників стали реструктуризація боргу та його конверсія в майнові активи (акціонерний капітал). Основними ж чинниками боргової кризи виступали втрата можливостей для рефінансування накопичених боргів з приватних джерел і триразове зростання навантаження обслуговування зовнішніх боргів унаслідок стрімкої девальвації гривні. Для покриття дефіциту зовнішнього фінансування МВФ затвердив трирічну програму кредитування України обсягом 17,5 млрд. дол. Кредитну підтримку Уряду надають також Світовий банк, Європейська комісія, ЄБРР, ЄІБ, Кредитна установа для відбудови, уряди США, Польщі, Канади тощо. Таким чином, проблема відпливу приватного капіталу частково пом'якшується за рахунок зовнішнього офіційного фінансування.

Внаслідок активного залучення державних позик у 2015 р. боргова ситуація в Україні ще більше погіршилася. Станом на кінець 2015 р. загальна сума державного і гарантованого державою боргу становила 1571,8 млрд. грн., збільшившись за рік на 470,9 млрд. грн. При цьому обсяг зовнішнього державного боргу за рік зріс на 4,6 млрд. дол. За попередніми оцінками, на кінець року сума державного і гарантованого державою боргу без урахування ІКВ, випущених у ході реструктуризації зовнішнього боргу, становила 80,9% ВВП. Протягом 2015 р. було залучено 99 млрд. грн. внутрішніх державних позик і 415,1 млрд. грн. зовнішніх позик. Згідно з даними Державного казначейства України, фінансування дефіциту Зведеного бюджету країни за борговими операціями (нетто) за рік досягло 114,8 млрд. грн., при цьому дефіцит Зведеного бюджету становив лише 27,8 млрд. грн. (1,4% ВВП). Гігантські суми державних коштів було використано Урядом на придбання цінних паперів – 75 млрд. грн., приріст залишків бюджетних коштів – 25,5 млрд. грн., розміщення бюджетних коштів на депозитах – 6,6 млрд. грн. *.

Таким чином, навіть в умовах помірного дефіциту бюджету (дефіцит Державного бюджету за рік становив 2,2% ВВП, а Зведеного бюджету – 1,4% ВВП) Уряд допустив колосальне зростання державного боргу. При цьому дефіцит бюджету фактично мав місце тільки в листопаді – грудні 2015 р. За розрахунками І.В. Богдана та інших, за січень – вересень 2015 р. циклічно скоригований первинний баланс сектору загального державного управління становив 10% ВВП, а без циклічного коригування – 8,4% ВВП [8]. Парадоксально, але профіцит бюджету чи його незначний дефіцит за підсумками року не допоміг пом'якшити проблеми боргового навантаження: Урядом залучалися значні обсяги зовнішніх позик для підтримки платіжного балансу і поповнення валютних резервів, проводився також випуск ОВДП для вирішення фінансових проблем НАК "Нафтогаз України" і Фонду гарантування вкладів фізичних осіб. З економічної точки зору, досягнення бюджетного

* Державна казначейська служба України. Виконання Державного бюджету [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.treasury.gov.ua/main/uk/doccatalog/list?currDir=305190.

профіциту в умовах економічного спаду і ведення воєнних дій є нонсенсом, оскільки профіцит бюджету викликає скорочення внутрішнього попиту і є чинником зубожіння широких верств населення.

Сальдо фінансового рахунку платіжного балансу України становило –3,7 млрд. дол. у 2014 р. та –1,8 млрд. дол. – за 11 місяців 2015 р. У макроекономічній площині пристосування вітчизняної економіки до вилучення іноземного капіталу набирає форми внутрішнього коригування (від англ. internal adjustment). Таке коригування, що є необхідним для збалансування валютно-фінансових потоків національної економіки, вимушено відбувається за рахунок різкого скорочення внутрішнього попиту і згортання імпорту. Наслідками цього є суттєве зниження реального ВВП і падіння життєвого рівня населення. Альтернативний варіант – зовнішнє коригування (від англ. external adjustment) – теоретично може відбуватися шляхом підвищення національної конкурентоспроможності і завоювання нових ніш на світовому ринку. Але в Україні потенціал зовнішнього коригування не реалізується внаслідок низького рівня конкурентоспроможності більшості галузей економіки, деградації багатьох виробництв обробної промисловості та вимушеної втрати ринків збуту країни-агресора.

Для з'ясування шляхів стабілізації валютно-фінансової ситуації в Україні та здешевлення вартості зовнішнього фінансування вагоме значення має виявлення детермінант припливу іноземного позичкового капіталу в національну економіку.

З використанням інструментарію регресійно-кореляційного аналізу автором встановлено, що важливу роль у поясненні динаміки припливу іноземного позичкового капіталу в економіку України відіграють такі фактори внутрішньокраїнових ризиків:

– темп зростання реального ВВП як показник сприятливості загальноекономічного середовища в країні (коефіцієнт парної кореляції із спредом "EMBIG-Ukraine" –0,77);

– міжнародні резерви України у % до валового зовнішнього боргу як показник міжнародної ліквідності країни і валютних ризиків для іноземних інвесторів (коефіцієнт кореляції становить –0,50);

– темпи зростання українського експорту у % до відповідного періоду попереднього року як показник зростання конкурентоспроможних виробництв і зовнішньої платоспроможності країни (коефіцієнт кореляції дорівнює –0,53);

– приріст державного і гарантованого державою боргу у % до ВВП як індикатор кредитних ризиків для інвесторів у державні зобов'язання (коефіцієнт кореляції становить –0,56).

У цілому за результатами проведеного емпіричного дослідження було визначено найбільш вагомі фактори впливу на динаміку спреда "EMBI-Україна" та оцінено їх кількісний вплив [9]. На основі отриманих результатів зроблено висновок про те, що відновлення доступу українських суб'єктів до міжнародного ринку капіталів можливе в разі досягнення позитивних змін у динаміці українського ВВП, підвищення національної конкурентоспроможності та досягнення приросту українського експорту, накопичення міжнародних резервів України до рівня мінімально допустимих значень і зниження відносної величини її державного боргу.

Висновки

Отже, як було з'ясовано, Україна порушує основні критерії боргової стійкості, а в останні два роки проблеми надмірного зовнішнього боргового навантаження і

незбалансованої валютно-фінансової позиції країни набули критичного характеру, реалізація ризиків рефінансування боргу і неконтрольований відплив іноземного капіталу відіграли значну роль у виникненні банківської, валютної, боргової та поглибленні економічної кризи. У середньостроковій перспективі для зміцнення фінансової системи України і пом'якшення деструктивного впливу боргових процесів зусилля Уряду і НБУ мають бути спрямовані на:

1. ***Зміщення акцентів з боргових на неборгові джерела зовнішнього фінансування – стимулювання надходження прямих іноземних інвестицій (ПІІ).*** Інтенсифікація залучення ПІІ вимагає, насамперед, покращення інвестиційного клімату та вирішення таких завдань, як боротьба з корупцією, спрощення системи оподаткування, захист економічної конкуренції, прав інтелектуальної власності, вдосконалення законодавства у сферах державного контролю, видачі дозволів, технічного регулювання, банкрутства тощо. Крім удосконалення загальних рамкових умов для швидкого досягнення позитивних результатів варто також вживати цільові специфічні заходи заохочення іноземних інвесторів:

а) укладення особливих контрактів Уряду з інвесторами за проектами з потенціально високою кількістю робочих місць і позитивними технологічними ефектами (контрактний режим передбачає надання таким інвесторам особливого пакета стимулів і здійснення Урядом контролю за виконанням інвесторами взятих на себе зобов'язань) [10];

б) створення Державної агенції з питань ПІІ з особливим статусом і підпорядкуванням віце-прем'єр-міністру України. Агенція повинна мати регіональні підрозділи та виконувати роль сполучної ланки між центральною (місцевою) владою та інвесторами (за прикладом польської агенції PALiLZ чи сінгапурського Управління з економічного розвитку). Важливою є координаційна функція агенції для налагодження зв'язків іноземних інвесторів з місцевими постачальниками, енергогенеруючими компаніями тощо. Кожен співробітник агенції повинен супроводжувати конкретний інвестиційний проект і нести особисту відповідальність за вирішення оперативних питань щодо отримання дозволів, ліцензій, укладення контрактів з природними монополіями на початковій стадії реалізації проектів.

2. ***Активне включення до економічного обігу внутрішніх заощаджень як альтернативи зовнішнім за рахунок оздоровлення банківської системи і розвитку внутрішнього ринку капіталів.*** Для цього, насамперед, необхідно відновити макроекономічну стабільність у країні і провести комплекс дійових інституційних реформ, які гарантуватимуть дотримання прав власності та виконання контрактних зобов'язань. Численні емпіричні дослідження підтвердили, що країни з сильним захистом прав кредиторів і стабільним макроекономічним середовищем мають більш розвинуті внутрішні ринки облігацій [11]. Зокрема, Б. Айхенгрін та інші показали, що ринки капіталів в Азії (де права кредиторів та інвесторів захищені більш надійно, а впровадження правових норм є менш витратним) – розвинутіші, ніж у Латинській Америці [12]. Д. Бюргер і Ф. Варнок довели, що країни із стабільними і низькими темпами інфляції мають більш місткі і диверсифіковані внутрішні ринки облігацій та менше покладаються на випуск облігацій, номінованих в іноземних валютах [13].

В Україні негайного вирішення вимагають проблеми захисту майнових прав вкладників неплатоспроможних банків, прав міноритарних акціонерів і запобігання випадкам рейдерства. Важливе значення мають також адаптація корпоративного законодавства до європейських стандартів, запровадження обов'язкового лістингу для публічних акціонерних товариств, спрощення процедур для іно-

земних інвесторів щодо інвестування в Україну, створення сучасної біржової та розрахункової інфраструктур, запровадження на фондовому ринку сучасних фінансових інструментів.

3. ***Зупинення "втечі" вітчизняного капіталу за кордон і стимулювання повернення виведених капіталів.*** Для репатріації вітчизняного капіталу, насамперед, необхідно провести дерегуляцію та лібералізацію бізнес-середовища. Адже у даний час наявність жорстких норм у сферах ціноутворення і конкуренції, широке охоплення системою ліцензування різних видів бізнесу, надмірно суворий контроль за дотриманням санітарних норм, норм пожежної безпеки, захисту праці та ін. не тільки стримують розвиток підприємництва, а й провокують "втечу" капіталу за кордон. На часі також проведення амністії капіталу, набутого некримінальним шляхом, що потребує створення адекватного організаційно-правового механізму для декларування і легалізації вивезених раніше капіталів. Зокрема, варто передбачити звільнення від оподаткування легалізованих коштів, які інвестуються в реальний сектор економіки та довгострокові фінансові інструменти. Водночас зупиненню "втечі" та поверненню українського капіталу сприятимуть перегляд міжнародних договорів про уникнення подвійного оподаткування з офшорними юрисдикціями, налагодження міжнародного обміну податковою інформацією та взаємної допомоги при розв'язанні податкових і кримінальних питань. Вирішенню цього завдання сприятиме імплементація положень типової Угоди ОЕСР про обмін інформацією з податкових питань і Конвенції Ради Європи про взаємну адміністративну допомогу в податкових справах.

Послідовне впровадження зазначених заходів сприятиме зміцненню фінансової системи України, зменшенню її залежності від зовнішнього фінансування і пом'якшенню деструктивного впливу боргових процесів на стан національної економіки.

Список використаної літератури

1. *Reinhart C., Rogoff K.* Financial and sovereign debt crises: Some lessons learned and those forgotten // IMF Working Paper. – 2013. – December. – № WP/13/266.

2. *Calvo G.* Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops // Journal of Applied Economics. – 1998. – Vol. 1. – № 1. – P. 35–54.

3. *Catro L.A., Milesi-Ferretti G.M.* External Liabilities and Crises // IMF Working Paper. – 2013. – № 13/113.

4. *Reinhart C., Rogoff K.* Serial Default and the "Paradox" of Rich to Poor Capital Flows // NBER Working Paper. – 2004. – № 10296.

5. *Cerutti E., Claessens S., Puy D.* Push Factors and Capital Flows to Emerging Markets: Why Knowing Your Lender Matters More Than Fundamentals // IMF Working Paper. – 2015. – WP/15/127.

6. *Ghosh A., Qureshi M., Kim J., Zalduendo J.* Surges // Journal of International Economics. – 2014. – Vol. 92. – № 2. – P. 266–285.

7. *Reinhart C.* A Year of Sovereign Defaults? / Project Syndicate (2016) [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.project-syndicate.org/commentary/sovereign-default-wave-emerging-markets-by-carmen- reinhart-2015-12?barrier=true.

8. *Богдан І.В., Яра Т.Ю., Коноваленко Д.В.* Діагностика сектору загального державного управління України // Фінанси України. – 2016. – № 4. – С. 27–49.

9. *Bogdan T.* Determinants of Capital Flows to Emerging Market Economy: A Case of Ukraine // Transformations in Business and Economics. – 2016. – Vol. 15. – № 1(37). – P. 127–146.

10. How to Stabilise the Economy of Ukraine / The Vienna Institute for International Economic Studies [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://wiiw.ac.at/how-to-stabilise-the-economy-of-ukraine-p-3562.html.

11. *Burger J.D., Warnock F.E., Warnock V.* Emerging local currency bond markets // Financial Analysts Journal. – 2012. – Vol. 68. – № 4. – P. 73–93.

12. *Eichengreen B., Luengnaruemitchai P.* Bond markets as conduits for capital flows: how does Asia compare? // NBER Working Paper. – 2006. – № 12408.

13. *Burger J.D., Warnock F.E.* Local currency bond markets // Staff Papers, International Monetary Fund. – 2006. – Vol. 53. – P. 115–132.

References

1. Reinhart C., Rogoff K. Financial and sovereign debt crises: Some lessons learned and those forgotten. IMF Working Paper, December 2013, No. WP/13/266.

2. Calvo G. Capital flows and capital-market crises: The simple economics of sudden stops. *Journal of Applied Economics*, 1998, Vol. 1, No. 1, pp. 35–54.

3. Catro L.A., Milesi-Ferretti G.M. External liabilities and crises. IMF Working Paper, 2013, No. 13/113.

4. Reinhart C., Rogoff K. Serial default and the "paradox" of rich to poor capital flows. NBER Working Paper, 2004, No. 10296.

5. Cerutti E., Claessens S., Puy D. Push factors and capital flows to emerging markets: Why knowing your lender matters more than fundamentals. IMF Working Paper, 2015, WP/15/127.

6. Ghosh A., Qureshi M., Kim J., Zalduendo J. Surges. *Journal of International Economics*, 2014, Vol. 92, No. 2, pp. 266–285.

7. Reinhart C. A year of sovereign defaults? Project Syndicate, 2016, available at: http://www.project-syndicate.org/commentary/sovereign-default-wave-emerging-markets-by-carmen- reinhart-2015-12?barrier=true.

8. Bogdan I.V., Yara T.Yu., Konovalenko D.V. *Diagnostyka sektoru zagal'nogo derzhavnogo upravlinnya Ukrainy* [Diagnostics of the sector of general state management of Ukraine]. *Finansy Ukrainy – Finances of Ukraine*, 2016, No. 4, pp. 27–49 [in Ukrainian].

9. Bogdan T. Determinants of capital flows to emerging market economy: A case of Ukraine. *Transformations in Business and Economics*, 2016, Vol. 15, No. 1(37), pp.127–146.

10. How to Stabilise the Economy of Ukraine. The Vienna Institute for International Economic Studies, available at: http://wiiw.ac.at/how-to-stabilise-the-economy-of-ukraine-p-3562.html.

11. Burger J.D., Warnock F.E., Warnock V. Emerging local currency bond markets. *Financial Analysts Journal*, 2012, Vol. 68, No. 4, pp. 73–93.

12. Eichengreen B., Luengnaruemitchai P. Bond markets as conduits for capital flows: how does Asia compare? NBER Working Paper, 2006, No. 12408.

13. Burger J.D., Warnock F.E. Local currency bond markets. *Staff Papers. IMF*, 2006, Vol. 53, pp. 115–132.

Стаття надійшла до редакції 11 листопада 2015 р.