

**Буковинський С.А.,**  
кандидат економічних наук, доцент,

**Гриценко А.А.,**  
доктор економічних наук, професор,

**Унковська Т.Є.,**  
доктор економічних наук

## **ЗРОСТАННЯ КОРПОРАТИВНОГО ЗОВНІШНЬОГО БОРГУ УКРАЇНИ: МАКРОЕКОНОМІЧНІ НАСЛІДКИ ТА РИЗИКИ ДЛЯ ЕКОНОМІКИ**

*На основі дослідження динаміки корпоративного зовнішнього боргу та виділення п'яти ключових напрямів, які визначають імовірність зростання вразливості економіки до зовнішніх шоків, здійснено аналіз макроекономічних ризиків для економіки України.*

*The authors analyze macroeconomic risks for Ukrainian economy on the basis of corporate external debt dynamics research and accentuate five key groups of factors, which determinate the growth of economy vulnerabilities to exogenous shocks.*

Одним із важливих каналів забезпечення економіки фінансовими ресурсами є зовнішні запозичення. Якщо масштаби і структура кредитних потоків сприяють підтриманню динамічної рівноваги грошово-кредитного ринку, відповідають стратегічним цілям розвитку економіки, то зовнішні запозичення стають потужним важелем довгострокового економічного зростання. Якщо ж зростання зовнішнього боргу супроводжується накопиченням дисбалансів у життєво важливих для економіки сферах, то політика запозичень може стати джерелом загострення фінансових ризиків та підвищення рівня вразливості економіки до зовнішніх шоків.

Унаслідок цього зовнішні запозичення завжди повинні перебувати під пильною увагою органів макроекономічного регулювання, особливо в ті періоди, коли масштаби цих процесів набувають значного для економіки розмаху, як це спостерігається нині.

До теперішнього часу увагу органів макроекономічного регулювання в Україні у сфері зовнішніх запозичень було зосереджено на питаннях державного зовнішнього боргу. На сьогодні у цій сфері ситуація не викликає занепокоєння: відношення прямого та гарантованого державного боргу до ВВП у поточному році продовжувало поступово скорочуватися і на кінець вересня 2007 року становило 12,1%, що на 3% менше за відповідний показник вересня минулого року та вдвічі менше, ніж на кінець 2004 року.

Поряд із цим досить небезпечні тенденції, які потребують пильної уваги, намітилися у сфері заборгованості банків і корпорацій нефінансового сектору.

Протягом останніх двох років відбулося різке зростання зовнішньої заборгованості в корпоративному секторі економіки. На кінець першого півріччя 2007 року зовнішній борг банків та підприємств підвищився більш ніж на 30 млрд дол., тобто в 2,5 разу, і досяг майже 50 млрд дол. При цьому в структурі сукупного зовнішнього боргу України, який на цей період становив 65,4 млрд дол., сталися суттєві зрушення у бік збільшення частки боргів приватного сектору: з 51 % у липні 2005 року до 76,3 % у липні 2007 року (рис. 1).

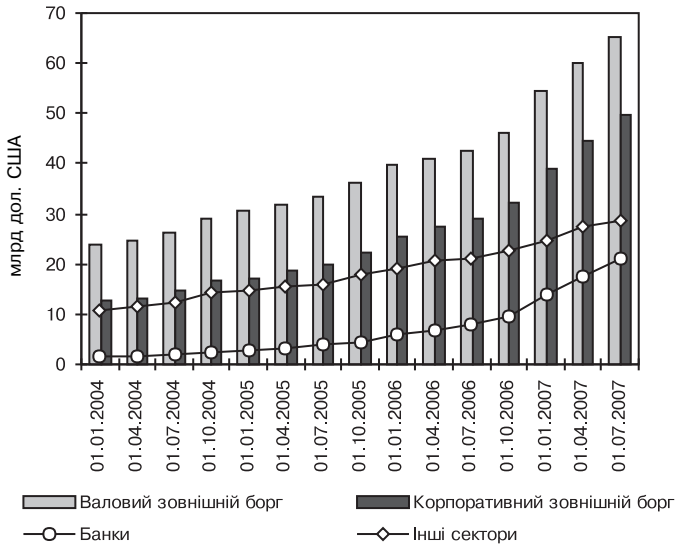


Рис. 1. Динаміка й структура валового та корпоративного зовнішнього боргу України

Таким чином, спостерігається яскраво виражений феномен боргової експансії корпоративного сектору, який має подвійну дію. З одного боку, це свідчить про певний рівень зрілості українського бізнесу та його здатність залучати капітал міжнародних ринків, а отже, зростання інвестиційних можливостей економіки, з другого — з'являються чіткі сигнали загострення ризиків і зростання рівня вразливості економіки перед шоками цін світових ринків, відсоткових ставок, валютного курсу та змін настроїв інвесторів на світових фінансових ринках.

До східноазійських валютних криз 1997—1998 років в економічній науці вважалося, що зростання корпоративного боргу не може спричинити небезпеку для економіки країни, якщо державний борг та інші макроекономічні індикатори перебувають у прийнятних межах. Проте східноазійські валютні кризи, які вибухнули несподівано, довели, що це переконання неправильне. Хоча природа цих криз до теперішнього часу остаточно не з'ясована, зрозуміло, що одним із ключових чинників їх розвитку став надмірний корпоративний зовнішній борг. Незважаючи на досить прийнятні макроекономічні показники,

зростання корпоративного зовнішнього боргу спричинило підвищення рівня уразливості економіки до екзогенних шоків, унаслідок чого незначна волатильність на світових ринках та коливання в настроях портфельних інвесторів спровокували стартовий поштовх до початку ланцюгової реакції різкого припинення притоку капіталу, колапсу довіри і масштабного реверсу фінансових потоків. Це, в свою чергу, призвело до спустошливої кризи рахунка капіталу й вимушеної девальвації валютного курсу, різкого падіння ціни активів і майже цілковитої неплатоспроможності банківської системи, зниження ВВП на 10—15 %. Валютна криза відрізнялася надзвичайним масштабом, швидкістю та величезним впливом, який вона справила на світову економіку. Вона підштовхнула Міжнародний валютний фонд до внесення суттєвих змін до методології аналізу вразливості економік до зовнішніх шоків і стимулювала включення до розгляду параметрів корпоративних зовнішніх запозичень. Навіть через десять років ці кризи є предметом дебатів, для багатьох вони постають як провал фінансової глобалізації, як драматична демонстрація небезпек відкритості економіки до потоків капіталу та ризиків накопичення зовнішніх боргів корпоративним сектором.

Одним із ключових ризиків, що супроводжують зростання корпоративної зовнішньої заборгованості в країні, є *ризик раптового припинення притоку капіталу (sudden stop capital inflows) та наступного реверсу фінансових потоків*. Якщо рівень цього ризику перевищує певне порогове значення, зростає ймовірність розвитку кризових явищ аналогічно східноазійським подіям 1997—1998 років та економічного спаду (рис. 2).

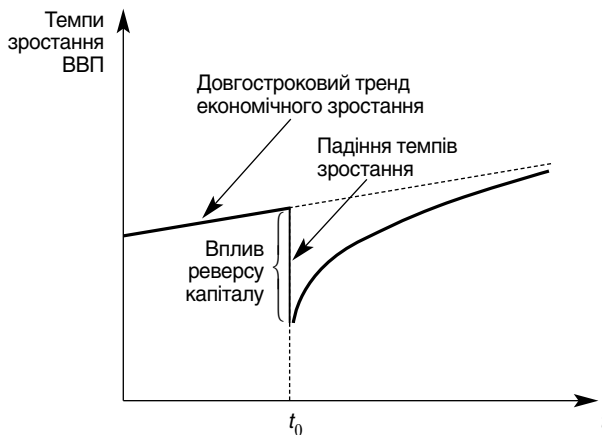


Рис. 2. Вплив реверсу потоків капіталу на економічне зростання

Ймовірність розгортання такого сценарію в економіці в ситуації зростання корпоративного зовнішнього боргу визначається комбінацією таких чинників: 1) рівня та динаміки вразливості економіки на макrorівні (*макропруденційні*

показники платоспроможності та ліквідності економіки); 2) рівня та динаміки вразливості банків і підприємств, тобто масштабу валютних та структурних диспропорцій в їх балансах (мікроруденційні показники вразливості економіки); 3) ефективності використання залучених фінансових ресурсів; 4) походження потоків капіталу та їх структури за строками та відсотковими ставками; 5) ймовірності виникнення зовнішніх шоків цін світових ринків, відсоткових ставок, валютного курсу.

Певні макроруденційні показники вразливості української економіки на сьогоднішній день є досить тривожними, кількісно зіставними з рівнем показників східноазійських економік перед фінансовою кризою (табл. 1). Зважаючи на те, що інституційна структура та структура виробництва порівнюваних країн значно відрізняються, передкризові показники платоспроможності та ліквідності східноазійських країн не є пороговими індикаторами ризику для України, та вони є досить корисною інформацією з точки зору аналізу сигналів раннього попередження для запобігання кризових станів у вітчизняній економіці. В цьому аспекті досить показовим є зіставлення динаміки падіння сальдо поточного рахунка та зростання зовнішнього боргу (рис. 3). Тенденція зменшення позитивного сальдо поточного рахунка, яка набула стійкого характеру з другого кварталу 2005 року, перетворилася на процес погіршення його від'ємного сальдо з початку 2006 року.

На тлі зростання зовнішнього боргу, збільшення розриву між дефіцитом поточного рахунка й величиною зовнішнього боргу відносно ВВП підтверджується теза про необхідність пильної уваги щодо майбутнього розвитку цих процесів.

Таблиця 1. Порівняння макроруденційних показників платоспроможності та ліквідності в економіках східноазійських країн та України

№ з/п	Показники	Східноазійські країни <sup>1</sup> (1998 рік)	Україна (на кінець II кварталу 2007 року) <sup>2</sup>
1.	Зовнішній борг/експорт	109,15 %	115,2 %
2.	Зовнішній борг/ВВП	52 %	55,2 %
3.	Міжнародні резерви/зовнішній борг	46,29 %	39,6 %
4.	Частка короткострокового боргу в структурі сукупного зовнішнього боргу	77,8 %	28 %
5.	Міжнародні резерви/короткостроковий зовнішній борг	59,4 %	113,4 %
6.	Дефіцит поточного рахунка/ВВП	-5,1 %	-3,4 %
7.	(Борг + імпорт)/експорт	288 %	260 %
8.	Міжнародні резерви у місяцях імпорту	6,82	4,4
9.	Витрати на обслуговування зовнішнього боргу/експорт	12,68 %	22,7 %

<sup>1</sup> Дані МВФ;

<sup>2</sup> Статистичні дані НБУ.

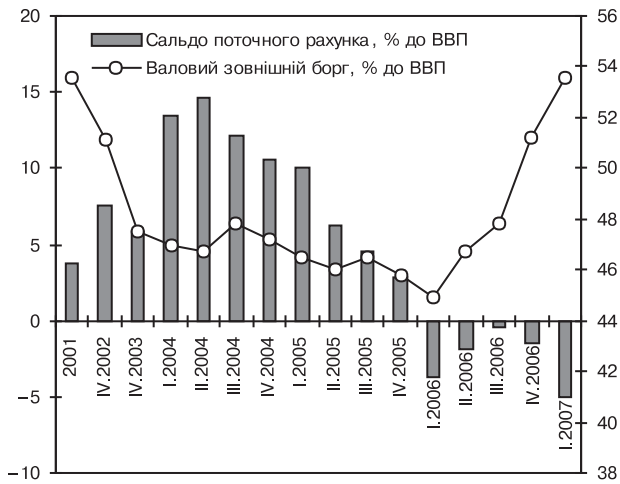


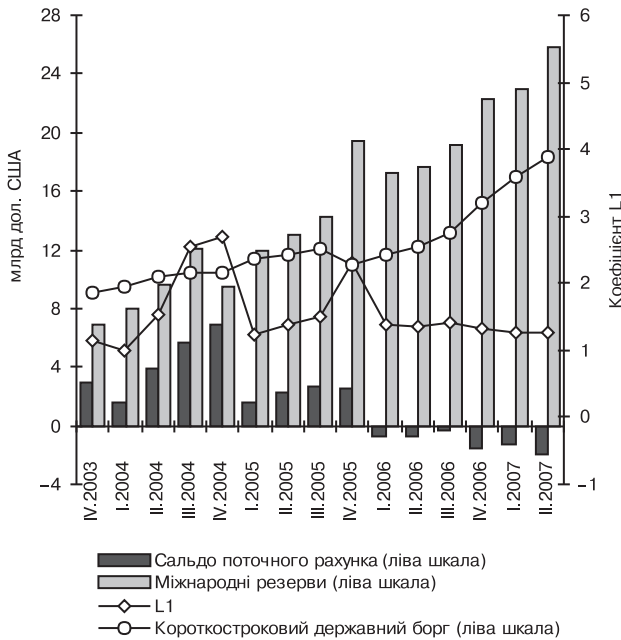
Рис. 3. Порівняння динаміки сальдо поточного рахунка та обсягу зовнішнього боргу, в % до ВВП

Одним із найбільш значущих сигнальних індикаторів уразливості економіки в світовій практиці моніторингу зовнішньої заборгованості є *індикатор ліквідності L1* — коефіцієнт покриття резервами короткострокового боргу та дефіциту поточного рахунка. Динаміка цього сигнального індикатора характеризується поступовим зниженням зі значення 2,3 у четвертому кварталі 2005 року до рівня 1,28 на кінець першого півріччя 2007 року, що свідчить про підвищення ризиків порушення ліквідності (рис. 4).

Це пояснюється тим, що позитивна тенденція зростання міжнародних резервів НБУ перекривається негативною дією підвищення короткострокового боргу та збільшення дефіциту поточного рахунка платіжного балансу. В результаті сукупної дії цих трьох процесів знижується коефіцієнт покриття резервами короткострокових ліквідних потреб економіки (L1), тобто набирає сили процес, який потребує пильної уваги органів макроекономічного регулювання, розробки й реалізації заходів щодо поліпшення динаміки сальдо поточного рахунка платіжного балансу, впровадження системи моніторингу та певних страхових дій щодо запобігання виникненню кризових явищ.

Другою групою чинників, які значною мірою впливають на підвищення ризиків і відображаються в *мікроруденційних показниках вразливості економіки* до зовнішніх шоків валютного курсу, світових цін і відсоткових ставок, є чинники, що визначають динаміку накопичення диспропорцій у *балансах банків та підприємств*.

У ситуації зростання зовнішнього боргу найбільш важливими є: диспропорції валютної структури активів і пасивів балансів банків і підприємств (*currency mismatch*); диспропорції активів і пасивів за строками визрівання (*maturity*)



**Рис. 4. Динаміка коефіцієнта покриття резервами короткострокових ліквідних потреб економіки (L1) та його структурних елементів**

mismatch); надмірне зростання фінансового левериджу (financial leverage), що відображує загострення ризиків у зв'язку із підвищенням частки позикових коштів у структурі капіталу.

Розглянемо детальніше основні тенденції та динаміку накопичення дисбалансів у банківській сфері. Станом на 1 жовтня 2007 року вимоги банків за кредитами, наданими суб'єктам господарювання, зросли на 44,2% з початку року і становили 241,8 млрд грн. (рис. 5).

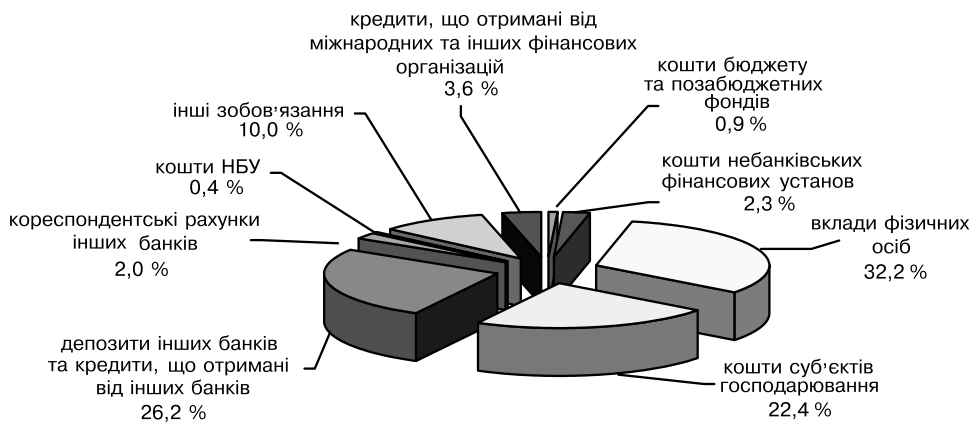
Темпи зростання перевищують минулорічні та є одними з найвищих за останні сім років. Структуру зобов'язань банків зображено на рис. 6.

Зобов'язання банків стають більш диверсифікованими, вони на 54,6% складаються з депозитів, що на 11,2% менше, ніж 2006 року, водночас збільшується питома вага коштів, отриманих від інших банків, кредитів від міжнародних організацій та інших зобов'язань, які складаються переважно з цінних паперів власного та субординованого боргу.

Вагомими джерелами залучень стали євробонди та зовнішні позики. Незважаючи на зниження ліквідності світових фінансових ринків та відповідне підвищення цін на кредитні ресурси, банківська система залишається основною галуззю-позичальником на зовнішніх ринках. За 9 місяців 2007 року обсяги чистих довгострокових залучень, що включають кредити та євробонди, становили 6,2 млрд дол. (що у 3,2 разу більше, ніж за аналогічний період попереднього року);



**Рис. 5. Динаміка темпів приросту вимог банків за кредитами, наданими суб'єктам господарювання, та їх співвідношення з ВВП**



**Рис. 6. Структура зобов'язань банків України (на 1 жовтня 2007 року)**

короткострокових залучень — 3,4 млрд дол. (у 2,2 разу більше). При цьому лише у вересні 2007 року обсяг короткострокових залучень становив 1 млрд дол. У зв'язку з підвищенням відсоткових ставок на світових ринках банки збільшили обсяги залучень на внутрішньому ринку через випуск облігацій, зокрема у згаданому місяці зареєстровано 20 % обсягу, емітованого банками з початку року. В цілому з початку 2007 року банками випущено боргових зобов'язань більш як на 10,7 млрд грн.

Така тенденція у розвитку джерел залучення коштів банками підвищує залежність від зовнішніх запозичень, що активізує валютний ризик. Отже, важливими є постійний моніторинг валютних потоків та виважена валютно-курсова політика. В цілому по банківській системі на кінець першого півріччя 2007 року сума депозитів становила 215,9 млрд грн, сума виданих кредитів — 315,8 млрд грн, тобто рівень покриття наданих кредитів залученими депозитами становив майже 70%. Проте валютна структура депозитів та кредитів досить незбалансована, загальний обсяг депозитів фізичних та юридичних осіб в іноземній валюті у гривневому еквіваленті становив 78,8 млрд грн, тоді як сума наданих кредитів в іноземній валюті — 162,2 млрд грн, тобто рівень покриття наданих кредитів у іноземній валюті залученими валютними депозитами становить лише 48% (у попередньому році цей показник становив 75,6%). Зіставлення динаміки залучених депозитів та виданих кредитів в іноземній валюті представлено на рис. 7.

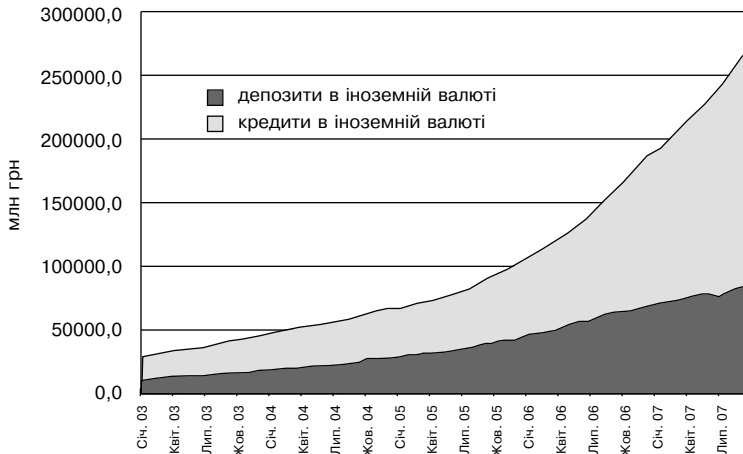
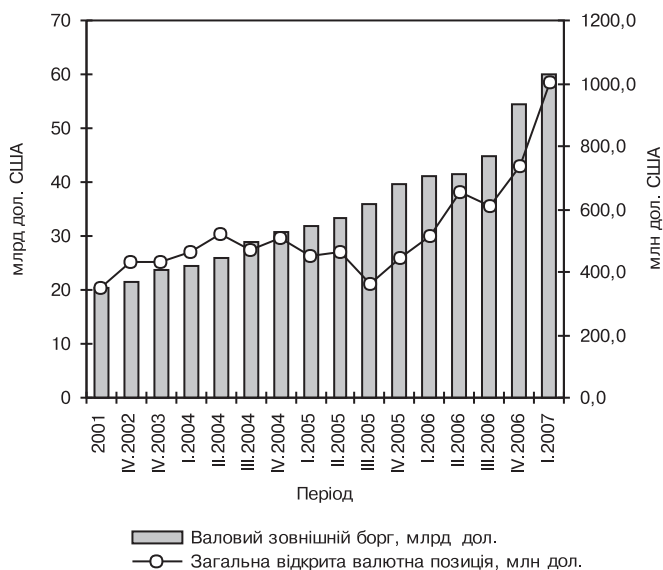


Рис. 7. Порівняння динаміки залучених депозитів та виданих кредитів у іноземній валюті

Накопичення диспропорцій у валютній структурі активів і пасивів банківських балансів підтверджується також результатами аналізу динаміки загальної відкритої валютної позиції, зростання якої з 400 млн дол. у третьому кварталі 2005 року до 1 млрд дол. у першому кварталі 2007 року свідчить про різке підвищення валютних ризиків (рис. 8).

Кредитна експансія в національній економіці значною мірою відбувається за рахунок інтенсивного залучення банками зовнішніх ресурсів. При цьому стрімке зростання зовнішнього боргу банківської системи не супроводжується адекватним збільшенням власного капіталу комерційних банків. Це веде до зростання фінансового левериджу банківської системи, яке визначається рівнем зовнішнього плеча левериджу, тобто значенням співвідношення її зовнішньої заборгованості до власного капіталу. Цей показник за останніх три роки зріс у





**Рис. 8. Динаміка загальної відкритої валютної позиції**

2,3 разу — з 72,3% до 167,2% (рис. 9). Сутність феномену фінансового левериджу полягає в тому, що за рахунок залучення позикових коштів відбувається збільшення еластичності чистого прибутку відносно вкладених у бізнес власних коштів.



**Рис. 9. Динаміка співвідношення зовнішнього боргу та власного капіталу**

Цей механізм побудований на тому, що, по-перше, виникає ефект зростання масштабу прибутків за рахунок підвищення загального обсягу активів, по-друге, відсоткові виплати банків за позиками зменшують базу, що оподатковується. Тобто при високому рівні фінансового левериджу зростають можливості на базі невеликого власного капіталу отримати значні чисті прибутки — спра-

цьовує фінансовий “важіль”. Чим більше спред між відсотковими ставками, за якими надаються кредити в національну економіку, та ставками зовнішніх заборгованих коштів та власного капіталу банків, тим вище ефект фінансового левериджу і, відповідно, прибутковість. Цей феномен є підґрунтям мотивації банків до боргової експансії, яка відбувається зараз. Якщо рівень плеча левериджу перебуває в безпечних межах, а залучені зовнішні ресурси спрямовуються до сфер, що стимулюють збалансоване економічне зростання, то ефект фінансового левериджу є позитивним і зовнішні заборгованості відіграють роль ефективного каталізатора економічного розвитку. Поряд із цим зростання плеча левериджу веде до підвищення чутливості банківської системи до екзогенних та ендемогенних шоків, які можуть призвести до того, що ефект фінансового левериджу стане від’ємним. У цій ситуації фінансовий “важіль” може спрацювати проти банківської системи і привести до актуалізації ризиків дефолту. Це не лише збільшує ризики банківської системи, а й підвищує вразливість національної грошової одиниці до зовнішніх шоків.

Наступним чинником ризику зниження стійкості банківської системи, який потребує пильної уваги, є накопичення диспропорцій у структурі активів і пасивів банків за строками визрівання. На сьогоднішній день спостерігається істотний дисбаланс між строками повернення переважної більшості депозитів (від 3 місяців до 1 року) та погашення виданих кредитів (значну частку в загальному обсязі виданих кредитів займають кредити на купівлю автомобілів та житла на строк від 3 до 30 років). Якщо питома вага довгострокових кредитів у загальному обсязі виданих банками позик зросла з 21,7 % до 67,3 % (приріст у 3,1 разу), то питома вага довгострокових депозитів за той самий період збільшилася з 13,8 % до 44,5 %.

Таким чином, рівень вразливості банківської системи до шоків валютного курсу, відсоткових ставок та зміни обсягів і напрямів потоків капіталу світових фінансових ринків є досить великим.

*Чинники вразливості нефінансових корпорацій* певною мірою повторюють розглянуті джерела зростання ризиків. Останніми роками простежується тенденція швидкого збільшення ролі заборгованих коштів у фінансуванні діяльності підприємств. Так, у будівництві кредити на початок липня становили 26,5 % пасивів банківських підприємств цього виду економічної діяльності, хоча за підсумками 2002 року цей показник становив лише 4,1 %. Аналогічний показник для торгівлі зріс з 13,6 % у 2003 році до 24,7 % на початок липня 2007 року. В цілому приріст заборгованості за кредитами нефінансових корпорацій за підсумками 2006 року становив 42,4 % від фінансових результатів їх діяльності до оподаткування. Для порівняння: аналогічний показник за результатами 2002 року становив 33,6 %.

Отже, у балансах банків та підприємств реального сектору накопичені певні валютні та структурні диспропорції. Якщо ця тенденція посилюватиметься й

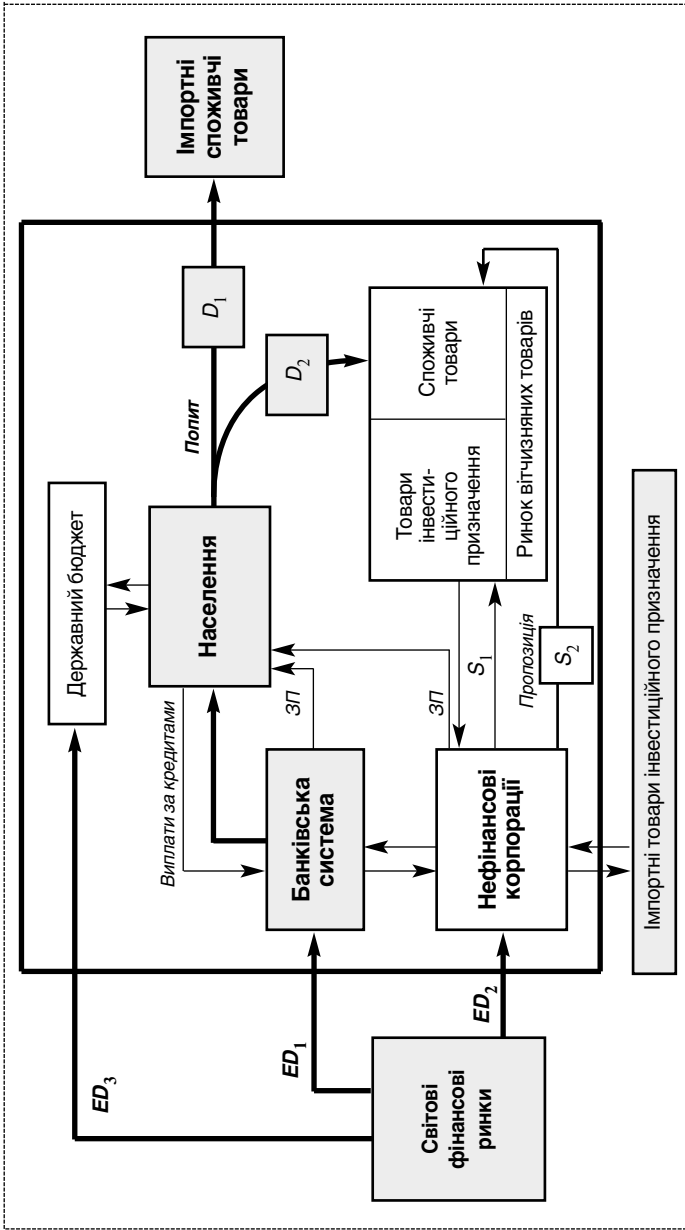
надалі, то навіть невеликі зовнішні цінові шоки, несприятливі зміни валютного курсу й відсоткових ставок можуть призвести до реверсу потоків капіталу і розвитку кризових явищ.

Розглянемо більш детально *третю групу чинників*, які впливають на рівень вразливості економіки в ситуації зростаючої динаміки корпоративного зовнішнього боргу, — *ефективність використання залучених фінансових ресурсів в економіці*.

Високі темпи зовнішніх залучень банківської системи останніми роками трансформуються в *прискорений розвиток кредитування населення на споживчі цілі*. Передумови цьому створює швидке зростання реальних доходів населення, яке протягом останніх п'яти років відбувалося з істотним випередженням розвитку вітчизняного виробництва. Внаслідок цього дедалі більша частка витрат населення спрямовується на придбання імпортних товарів споживчого призначення, переважно імпортних легкових автомобілів та побутової техніки. В результаті активного кредитування населення лише приріст залишків кредитів відносно витрат на придбання товарів та послуг у січні—вересні поточного року досяг 14,5 %, порівняно з 2,5 % за підсумками 2004 року. В цілому залишок заборгованості за кредитами населення на кінець серпня поточного року становив 22,5 % обсягу їх витрат за останні 12 місяців. На початок 2005 року цей показник дорівнював лише 5,6 %. Таким чином, високі темпи нарощування обсягів споживчого кредитування призводять до значного зростання поточних витрат за рахунок майбутніх доходів населення. Зовнішні запозичення трансформуються банківською системою в бум споживчого кредитування, який перетворюється, по-перше, на зростання споживчого імпорту, по-друге, в тій частині, в якій кошти за споживчими кредитами чинять тиск на ціни внутрішнього споживчого ринку, — на стимулювання інфляційних процесів.

Дисбаланс попиту і пропозиції на внутрішньому споживчому ринку ( $S_2 < D_2$  на рис. 10), що викликає інфляцію, частково пояснюється таким.

Основна маса кредитних коштів, наданих банками суб'єктам господарювання, припадає на торгівлю, ремонт автомобілів, побутових виробів та предметів особистого вжитку (їх частка в структурі на кінець 2006 року становила 38,2 %), переробну промисловість (26,7 %) та операції з нерухомим майном, оренду, інжиніринг та надання послуг підприємцям (8 %). При цьому головна частина виробничої бази має високий рівень зносу: наприклад, у промисловості в цілому основні засоби зношені на 57,4 %, а у переробній промисловості та виробництві й розподіленні електроенергії, газу та води ще більше — відповідно 58,1 та 60 %. Проведений аналіз свідчить, що використання залучених фінансових ресурсів та структура кредитних потоків в економіці України є недостатньо ефективними: основна маса кредитних коштів, наданих суб'єктам господарювання, не спрямовується на інвестиції й розвиток виробництва, які визначають можливість технологічного та структурного оновлення економіки.



$D_1$  — платоспроможний попит домогосподарств на імпортовані споживчі товари  
 $D_2$  — платоспроможний попит домогосподарств на споживчі товари внутрішнього ринку (в тому числі на житлову нерухомість)  
 $ED_1$  — зовнішні запозичення банківського сектору  
 $ED_2$  — зовнішні запозичення сектору нефінансових корпорацій  
 $ED_3$  — державний зовнішній борг  
 $S_1$  — пропозиція нефінансовими корпораціями товарів інвестиційного призначення на внутрішньому ринку  
 $S_2$  — пропозиція нефінансовими корпораціями споживчих товарів на внутрішньому ринку

Рис. 10. Механізм трансформації національною банківською системою зовнішніх запозичень у фінансування зарубіжних виробників та розвиток інфляційних процесів

Отже, можна констатувати, що на сучасному етапі функціонує механізм (рис. 11), коли національна банківська система через канал споживчого кредитування з високою інтенсивністю перекачує зовнішні запозичення ( $ED_1$ ) у фінансування діяльності зарубіжних виробників товарів кінцевого призначення, які експортуються до нашої країни. Тобто національна економіка за рахунок теперішніх і майбутніх доходів населення стає донором економічного зростання зарубіжних кредиторів і зарубіжних виробників, тоді як можливості ефективного зростання національної економіки залишаються нереалізованими. Цей феномен є природним наслідком функціонування глобалізованої ринкової економіки — кожна економічна система отримує стільки вигід від глобалізації, наскільки вона конкурентоспроможна й ефективно пристосована до глобалізаційних впливів.

Аналіз *четвертої групи чинників ризику, пов'язаних із зростанням зовнішнього боргу*, — походження потоків капіталу та їх структури за строками і відсотковими ставками свідчить, що частка короткострокового боргу у складі валових зовнішніх запозичень досить велика, але характеризується спадною динамікою від максимального рівня цієї частки, що становила 39 % у другому кварталі 2004 року, до мінімального значення 27 % на початку 2006 року та його стабілізації за останній рік на рівні 28 % (рис. 11). Це свідчить про досить допустимі межі рівня та структури зовнішнього боргу порівняно з пороговими рівнями індикаторів небезпечності. Проте подальший розвиток динаміки зовнішньої заборгованості та змін в її структурі може стати джерелом надмірного зростання фінансових ризиків.

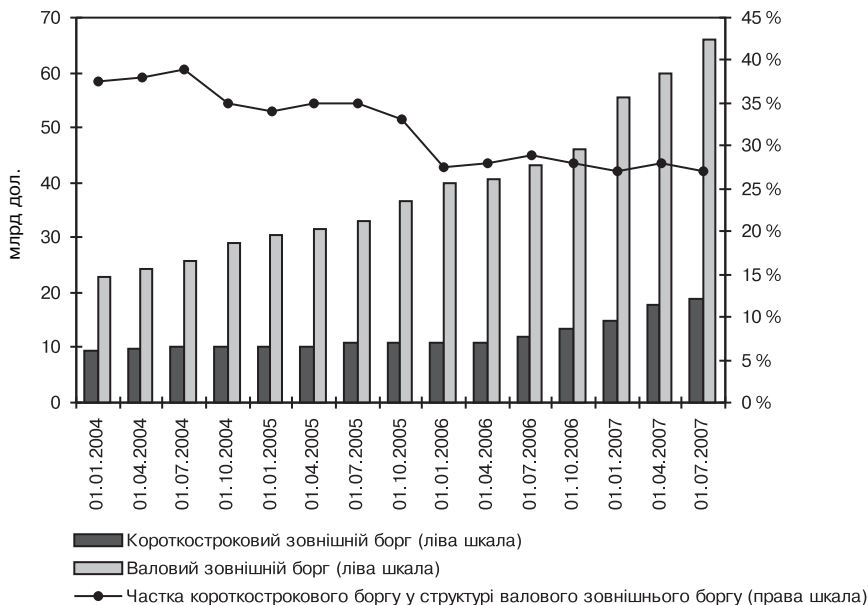


Рис. 11. Динаміка структури зовнішнього боргу за строками визрівання

Розгляд походження потоків капіталу, які формують зовнішню заборгованість країни, свідчить про те, що додаткові ризики для економіки створює присутність іноземних банків, їх активна діяльність, спрямована на залучення зовнішніх запозичень та операції на національних фінансових ринках. Це зумовлюється тим, що *іноземні банки сприяють трансмісії ризиків до національної економіки* за кількома каналами.

1. Намагання материнських західних банків доповнити обмежені можливості отримання прибутку в своїй країні високоприбутковими операціями на ринках перехідних країн може вести до перевищення ризиків в їх діяльності. Топ-менеджмент материнських західних банків таргетує прибутковість до оподаткування для відділень у перехідних країнах на рівні 20—25 %, тоді як у своїй країні максимальний рівень цього показника може досягти 14 %. Таким чином, локальні менеджери націлюються на реалізацію високоризикових прибуткових стратегій масштабного інтенсивного кредитування, що підвищує вразливість економіки та знижує спроможність іноземних банків до абсорбції можливих зовнішніх шоків.

2. У разі реалізації ризикових подій материнські іноземні банки, як правило, не виступають кредиторами останньої інстанції для своїх дочірніх компаній у перехідних країнах. Стратегія диверсифікації їх активів у багатьох країнах захищає їх портфелі від масштабних збитків. Проте для перехідної країни масштаб високоризикових операцій іноземних банків є суттєвим і може вплинути на рівень вразливості всієї економіки.

3. Унаслідок нерозвиненої інституційної структури фінансового ринку України, а також непрозорості інформації іноземні банки не мають можливості повною мірою застосовувати свої стандартні процедури оцінки та хеджування ризиків. У таких умовах стратегія таргетування високих прибутків разом із швидким розвитком масштабів діяльності може призвести до недооцінки ризиків та підвищення ймовірності кризових явищ.

4. Для підтримки збалансованої валютної структури своїх активів і пасивів іноземні банки, які активно використовують зовнішні запозичення, надають перевагу кредитним операціям в іноземній валюті. Внаслідок цього вітчизняні позичальники, які мають доходи переважно в національній валюті, накопичують валютні диспропорції у своїх балансах. Це призводить до зростання валютних ризиків позичальників, які трансформуються в кредитні ризики банків.

*Аналіз п'ятої групи чинників ризику — ймовірність виникнення зовнішніх шоків світових цін, відсоткових ставок, валютного курсу* свідчить, що світові ринки характеризуються нестабільністю та зростанням динаміки кризових явищ у фінансовій сфері. Поряд із цим одним з істотних зовнішніх шоків для української економіки залишається зростання цін на енергоносії. В умовах зростання зовнішнього боргу це посилює ризики трансмісії зовнішніх шоків до економіки.

На сучасному етапі бум корпоративних зовнішніх запозичень як через канал банківського кредитування, так і через прямий канал боргових інструментів

Таблиця 2. Структура корпоративного боргу в іноземній валюті в країнах Північно-Східної Європи (2006 рік) та країнах, що пережили фінансові кризи (напередодні кризи), у % до ВВП<sup>1</sup>

Корпоративний борг в іноземній валюті	Болгарія 2006	Хорватія 2006	Румунія 2006	Сербія 2006	Аргентина 2000	Таїланд 1996	Корея 1996	Бразилія 2001	Уругвай 2001
Валютний борг національним банкам	17	22	9	15	11	18	6	4	26
Зовнішній валютний борг	43	27	23	23	13	34	6	14	6
Сукупний корпоративний борг в іноземній валюті	60	49	32	38	24	52	12	18	32

<sup>1</sup> Джерело: дані МВФ

Таблиця 3. Індикатори рівня вразливості економік, у % до ВВП

Індикатори вразливості	Східна Азія <sup>1</sup> 1996	Південно-східні європейські країни <sup>2</sup> 2006	Болгарія 2006	Хорватія 2006	Румунія 2006	Сербія 2006
Сальдо поточного рахунка	-4,4	-11,2	-15,9	-8,1	-10,3	-12,1
Зовнішній борг/ВВП	48,6	67,2	69,9	84,8	31,4	64,6
Міжнародні резерви/короткостроковий борг	59,4	73,4	66,9	33,9	108,1	79,8
Фіскальний баланс	1,1	0,1	3,2	-3,0	-2,4	2,6
Державний борг	23,5	35,4	28,6	42,2	16,4	48,0
Темпи економічного зростання	7	5,5	5,6	4,6	5,5	5,5
Індекс інфляції	5,9	7,6	7,4	3,5	7,8	14,3

<sup>1</sup> Індонезія, Корея, Малайзія, Філіппіни, Таїланд. Джерело: дані МВФ

<sup>2</sup> Болгарія, Хорватія, Румунія, Сербія

світових фінансових ринків охопив не лише економіку України, а й більшість країн Північно-Східної Європи та Прибалтики. Зростання корпоративного боргу в цих регіонах характеризується безпрецедентними масштабами як в розрізі порівняння з іншими регіонами, так і в історичній перспективі. Це створює небезпеку наближення рівня індикаторів вразливості цих економік до кризової межі (табл. 2, табл. 3).

Такий глобальний масштаб зростання ризиків<sup>1</sup> у досить великому регіоні підвищує ймовірність розвитку кризових явищ навіть при незначних зовнішніх шоках за ланцюговою реакцією поширення процесів “інфікування”. Тому на сьогодні як в масштабах економіки України, так і в масштабах регіону всієї північно-східної Європи великого значення набувають заходи з оперативного моніторингу ризиків корпоративної зовнішньої заборгованості та певних заходів щодо їх зниження.

Розробка цих заходів може відбуватися на основі кількох підходів. Одним із них є захист національної економіки від руйнівних властивостей глобалізації за рахунок вибудовування бар’єрів і зменшення відкритості економіки для зовнішніх товарних і фінансових потоків. Вадою цього шляху є консервація неконкурентоспроможності і втрата вигід від глобалізації. Другим підходом є здійснення поступових процесів лібералізації, комбінованих з випереджаючим розвитком інституційної структури, яка б стимулювала інвестиційну та інноваційну діяльність у реальному секторі. Це дало б змогу переорієнтувати потоки зовнішніх фінансових ресурсів і спрямувати їх на підвищення конкурентоспроможності, економічне зростання і розвиток властивостей економіки щодо безкризового поглинання зовнішніх шоків.

---

<sup>1</sup> *Sorsa P., Bakker B., Duenwald C., Maechler A., Tiffin A.* Vulnerabilities in Emerging Southeastern Europe — How Much Cause for Concern? — IMF Working Paper, August, 2007.