

**Флейчук М.І.,**

доктор економічних наук, доцент,  
доцент кафедри міжнародних  
економічних відносин  
Львівської комерційної академії

**Андрусів Р.Р.,**

асистент кафедри міжнародних  
економічних відносин  
Львівської комерційної академії

## **РИЗИКОВАНІСТЬ ЗОВНІШНІХ ЗАПОЗИЧЕНЬ ДЛЯ ПОСТТРАНСФОРМАЦІЙНИХ ЕКОНОМІК**

*Розглянуто ризики залучення зовнішніх запозичень у посттрансформаційних економіках. Здійснено теоретичний аналіз ризиків, пов'язаних із зовнішньою заборгованістю. Досліджено негативний вплив накопичення зовнішнього боргу на функціонування стратегічно важливих сфер економіки й запропоновано напрями мінімізації ризиків боргового фінансування економіки.*

*The article reviews the risks of external borrowing in post-transformational economies. The authors make a detailed theoretical analysis of the risks, associated with external debt. The negative impact of external debt accumulation in strategically important branches of functioning of the economy is analyzed and ways to minimize the risks of debt financing of the economy are suggested.*

**Ключові слова:** зовнішні запозичення, боргові ризики, фінансові та валютні кризи, дефіцит бюджету, самодостатність зовнішнього боргу.

Важливим джерелом забезпечення економіки фінансовими ресурсами є зовнішні запозичення, особливо з огляду на накопичення національного зовнішнього боргу практично всіма країнами світу. Разом із тим зовнішні запозичення є потужним важелем довгострокового економічного зростання лише в разі ефективного й раціонального їх використання, а також відповідно до стратегічних цілей розвитку економіки. Водночас, якщо акумуляція національного зовнішнього боргу супроводжується істотними структурними дисбалансами й ризиками у стратегічно важливих для економіки сферах, політика запозичень стає передумовою макроекономічної нестабільності й генерує вірогідність підвищення рівня вразливості економіки до зовнішніх шоків.

Дослідження ризиків, пов'язаних із накопиченням зовнішніх зобов'язань у посттрансформаційних економіках, є актуальним і затребуваним з огляду на негативний досвід країн із розвинутими економіками, зокрема, таких як Греція, Італія, США та Японія. Їхні валові зовнішні борги сягають істотних обсягів, а приклад Греції яскраво демонструє деструктивність наслідків безконтрольного накопичення боргів.

До східноазійських криз 1997—1998 рр. учені переважно дотримувалися думки, що зростання валового зовнішнього боргу не становить небезпеки для економіки країни, якщо борг та інші макроекономічні індикатори перебувають

у прийнятних межах. Для моніторингу зовнішніх запозичень у світі використовують так звані критерії самодостатності (сукупність індикаторів боргової безпеки, тобто показників, які визначають стан зовнішньої заборгованості, боргове навантаження держави і граничні межі накопичення зовнішнього боргу).

Показники національного зовнішнього боргу слід аналізувати відповідно до основних макроекономічних індикаторів. Основними характеристиками зовнішньої заборгованості є такі: співвідношення зовнішнього боргу та ВВП, рівень зовнішньої заборгованості на одну особу, відношення обсягу зовнішнього боргу до валютних резервів країни, співвідношення валового зовнішнього боргу й експорту товарів і послуг, співвідношення обсягу обслуговування поточної заборгованості й експорту товарів.

Д. Коен<sup>1</sup> довів, що валовий зовнішній борг стає деструктивним явищем для економіки, коли його розміри сягають 50 % обсягу ВВП або 200 % — експорту. Згідно із Маастрихтськими критеріями безпечним є відношення зовнішнього боргу до ВВП не більше ніж 60 %. К. Рейнхарт, К. Рогофф і М. Севастано<sup>2</sup> визначили, що ризик боргової кризи значно підвищується за рівня 15 % валового національного продукту для країн із нестабільною фінансовою системою.

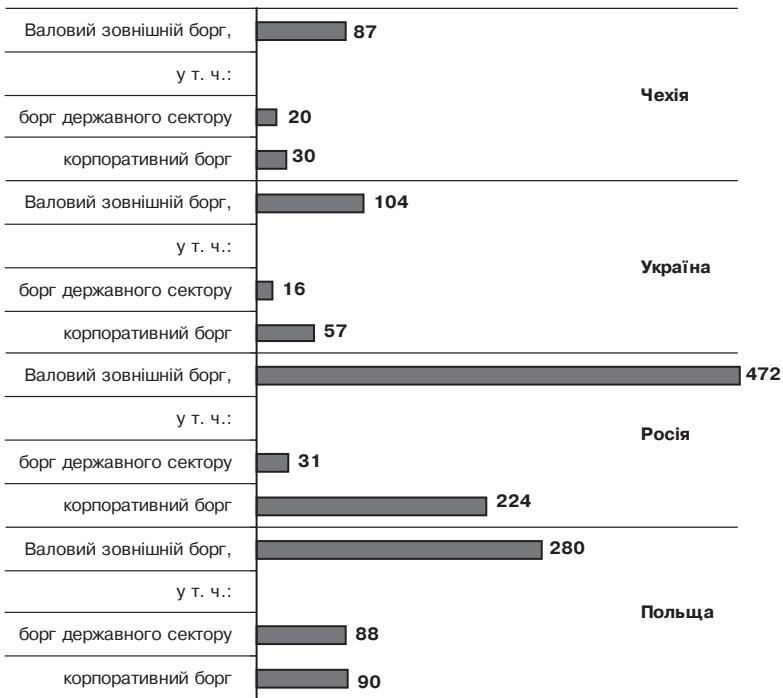
Щодо теоретичного обґрунтування причин нарощування національного зовнішнього боргу, то західні вчені — розробники моделей “валютних криз третього покоління” головною причиною вважають “синдром надмірного запозичення”. Варто зазначити, що зовнішні зобов’язання країн із посттрансформаційною економікою, станом на початок 2011 р., характеризуються акумуляцією боргів власне корпоративного сектору (рис. 1). У структурі валового зовнішнього боргу посттрансформаційних економік корпоративна заборгованість становить у середньому від 30 до 60 % (у Росії — 48 %, в Україні — 55 %, у Чехії — 35 %, у Польщі — 32 %), а це створює істотні передумови для поглиблення дисбалансів у сфері державних фінансів через відчуження фінансових активів із продуктивних секторів економіки. Проте зауважимо, що нарощування зовнішніх запозичень корпоративним сектором є об’єктивним процесом, обумовленим високим внутрішнім попитом економіки на кредитні ресурси й експансією іноземних банків, зокрема зростанням обсягів кредитування дочірніх установ із боку материнських компаній. Збільшенню боргів сприяють також порівняно низькі проценти за використання кредитних ресурсів. Крім того, результатом значного зростання обсягів зовнішньої торгівлі стало збільшення кількості й обсягів торгових кредитів.

Зважаючи на міжнародний досвід, зокрема країн Латинської Америки, причинами нарощування зовнішнього боргу можуть бути як об’єктивні, так і суб’єктивні фактори. Для прикладу, у Бразилії передумовою стрімкого зростання зовнішнього боргу стали дефіцит бюджету й неадекватна курсова політика (1973—1982 рр.).

---

<sup>1</sup> *Cohen D.* Growth and External Debt: A New Perspective on the African and Latin American Tragedies // Centre for economic policy research discussion paper. — 1997. — No 1753. — P. 1—17.

<sup>2</sup> *Reinhart C., Rogoff K., Savastano M.* Debt intolerance. — Washington: International Monetary Fund, 2003. — P. 1—74.



*Джерело:* побудовано за даними офіційних сайтів міністерств фінансів та національних банків України (<http://www.bank.gov.ua>; <http://www.minfin.gov.ua>), Чехії (<http://www.cnb.cz>; <http://www.mfcr.cz>), Росії (<http://www.cbr.ru>; <http://www.minfin.ru>) та Польщі (<http://www.nbp.pl>; <http://www.mf.gov.pl>).

Рис. 1. Структура зовнішнього боргу посттрансформаційних економік, млрд дол. США

В Аргентині накопичення зовнішньої заборгованості було зумовлено “переоцінкою” обмінного курсу й неконтрольованим впливом капіталу. Основною причиною грецького дефолту 2009—2010 рр. аналітики називають надмірну акумуляцію зовнішнього боргу (552,8 млрд дол. США, або 165,1% ВВП країни), яка ще й збіглася в часі зі світовою фінансовою кризою, а передумовою істотного зростання обсягів заборгованості стали “надмірні апетити” грецького уряду й великі державні видатки. Західні вчені<sup>3</sup> застерігають: слабе відновлення економіки і старіння населення ймовірно збільшать борговий тягар значного числа розвинутих економік. Монетизація і зростання витрат із обслуговування боргів посилять інфляційні очікування і змусять інвесторів перенести кошти до надійніших ринків.

Готуючись до ймовірного дефолту будь-якої європейської країни й наступної кризової хвилі, інвестори вже почали вилучати кошти з ринків, що розвиваються. Тільки з 6 по 12 травня 2010 р. загальний відплив фінансових ресурсів із таких ринків перевищив 2 млрд дол. (за тиждень цей показник збільшився в 10 разів).

<sup>3</sup> Див.: *Roubini N., Bykure A. The Coming Sovereign Debt Crisis: [Електр. ресурс]. — <http://www.forbes.com>.*

Протягом цього ж тижня 200 млн дол. інвестори вилучили з ринку акцій країн СНД, у тому числі України. Іноземні інвестори, котрі працюють на ринках пост-радянських держав, як правило, керуються передусім чинниками глобальнішими, ніж поліпшення або погіршення макроекономічних показників окремої країни<sup>4</sup>. Отже, на думку Р. Дорнбуша<sup>5</sup>, основними факторами накопичення заборгованості країн, що розвиваються, є не внутрішнє капіталоутворення, а дефіцит державного бюджету, який має переважно спекулятивний характер, а також “втеча” національного капіталу за кордон.

П. Лейн і Г. Мілеси-Фаретті вказують на зумовленість чистих зовнішніх активів країни рівнем її соціально-економічного розвитку. Т. Вахненко<sup>6</sup> погоджується з такою думкою і однією з причин формування надмірної заборгованості називає низький рівень соціально-економічного розвитку, зокрема країн-позичальників, а також дію глобальних механізмів відтворення економічної відсталості й “консервації” бідності, які позбавляють ці країни резервів активізації інвестиційного процесу й поліпшення якості життя населення. С. Гупта, М. Верховен і Е. Тіонгсон<sup>7</sup> емпірично дослідили механізми впливу зовнішнього боргу на рівень бідності, припустивши, що великі кошти на обслуговування валового зовнішнього боргу можуть зменшити бюджетні видатки, необхідні для подолання бідності (наприклад, видатки на соціальний захист, охорону здоров'я й освіту).

Стрімке зростання кредитних вкладень генерує істотні ризики для стабільності банківського сектору зокрема та макроекономічної стабільності загалом. Експерти МВФ дійшли висновку, що в 70% випадків кредитний бум супроводжується споживчим чи інвестиційним бумом і з імовірністю 20% завершується банківською чи валютною кризою<sup>8</sup>.

Загальновідомо, що нарощення заборгованості може призвести до боргової кризи в разі нерационального використання залучених фінансових активів. Боргова криза проявляється в неспроможності країни-боржника обслуговувати зовнішню заборгованість у повному обсязі, зокрема здійснювати виплати з обслуговування накопиченої суми боргу відповідно до початкових угод. В. Корнєєв<sup>9</sup> стверджує: зростаючі обсяги зовнішніх корпоративних позик дедалі більше, хоча й опосередковано, впливають на рівень державної заборгованості, що за відмови в їх погашенні загрожує дестабілізацією економіки.

---

<sup>4</sup> *Святенко А.* Україна втратила більше половини капіталу. Європейські новини обвалили вітчизняні ринки до рівнів 2009 року: [Електр. ресурс]. — <http://www.dt.ua/2000/2675/69554>.

<sup>5</sup> Див.: *Вахненко Т.* Соціально-економічні фактори формування зовнішньої заборгованості // *Економіка України.* — 2004. — № 3 (508). — С. 18—27.

<sup>6</sup> *Там само.*

<sup>7</sup> *Gupta S., Verhoeven M., Tiengson E.* Public spending on Health Care and the Poor // *IMF Working Paper.* — 2001. — No 01/127. — P. 1—50.

<sup>8</sup> *Вахненко Т.* На новому витку спіралі // *Дзеркало тижня.* — 2008. — № 48 (727).

<sup>9</sup> *Корнєєв В.* Еволюція і перспективи фінансового ринку України // *Економіка України.* — 2007. — № 9. — С. 21—30.

Надмірний рівень заборгованості часто призводить до валютної кризи, зокрема у поєднанні з різким падінням курсу національної валюти (25—30% за декілька місяців) та скороченням валютних резервів. За відсутності бюджетних коштів для виплати й обслуговування боргу використовують валютні резерви, що може спричинити їх вплив, спекулятивну атаку на національну валюту та її девальвацію. Із цим твердженням погоджується В. Шевчук<sup>10</sup>, який зазначає, що збільшення обсягу державного й корпоративного боргу провокує очікування прискорення інфляції та девальвації національної валюти, тому стає дестимулятором соціально-економічного розвитку.

У 2008 р. в Україні з'явився ризик виникнення валютної кризи, оскільки гривня втратила понад 35% вартості, що можна порівняти з критичним падінням курсу національної валюти в Ісландії (41,5%), яка восени 2008 р. оголосила про неможливість обслуговування зовнішнього боргу<sup>11</sup>. На сьогодні імовірність виникнення валютної кризи є дещо нижчою, зважаючи на стабільність валютного курсу протягом останнього року. Однак наступна стрімка девальвація національної валюти може спричинити дефолт у країні за зовнішніми зобов'язаннями. Щодо Польщі Росії та Чехії, то в рейтингу країн світу за обсягами зовнішнього боргу Польща займає 28 місце (201,2 млрд дол. США, або 29,19% ВВП), Росія — 21 місце (відповідно 369,2 млрд дол. і 17,50% ВВП), і лише Чехія має порівняно низький рівень зовнішнього боргу (76,8 млрд дол. і 30,24% ВВП). Станом на кінець IV кварталу 2009 р. Україна займала 34 місце за цим показником (104,0 млрд дол., або 91,63% ВВП (рис. 2).

Істотне зростання обсягу національного зовнішнього боргу може призвести до того, що держава буде не в змозі в достатніх обсягах профінансувати видатки на національну безпеку, соціальні видатки тощо. На сьогодні існує реальна загроза дефолту в різних країнах, наслідки якого матимуть негативний і непередбачуваний характер не лише для окремих держав, а і для світової економіки загалом (прикладом може слугувати криза у країнах Південно-Східної Азії, Південної Америки, Східної Європи).

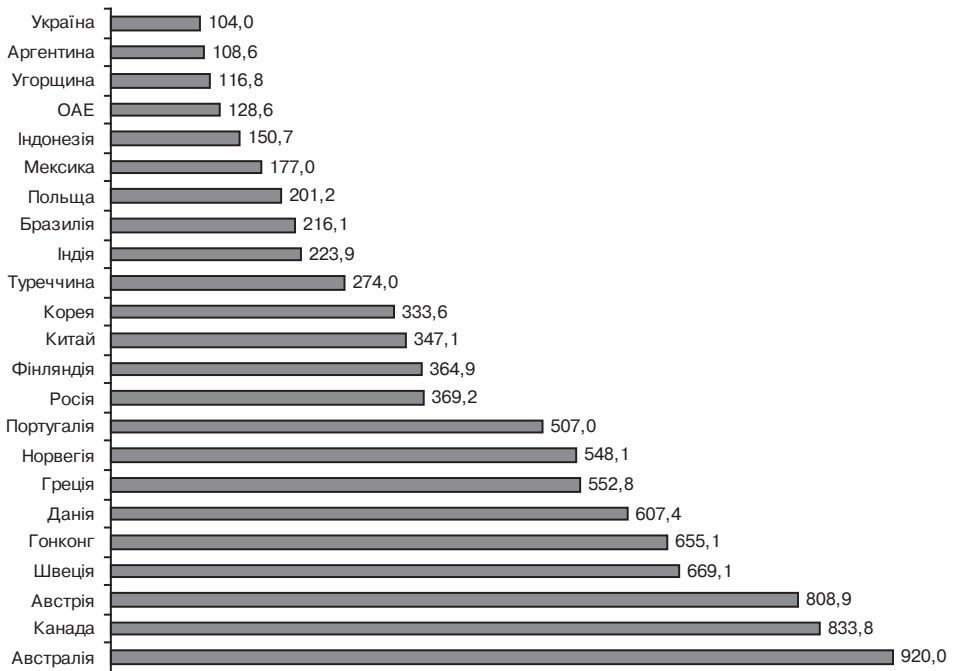
Польські науковці<sup>12</sup> звертають увагу на посилення ризику глобальної боргової кризи, оскільки обсяг і структура зовнішніх запозичень набули загрозливих масштабів. Так, для економіки США і світової економіки загалом особливо небезпечним є валовий зовнішній борг країни, що у 2010 р. становив 14 трлн дол.<sup>13</sup> (95,12% ВВП). Тому, якщо спад ділової активності у США і фінансова криза призвели до

<sup>10</sup> Шевчук В.О. Збільшувати державний борг недоцільно // Вісті. Діловий випуск. — 2006. — 29 груд. — С. 21.

<sup>11</sup> Шевчук В.О. 2008, рік невикористаних можливостей // Вісті Центральної спілки споживчих товариств України. — 2009. — № 1. — С. 26—29.

<sup>12</sup> Szostak M. Światowy kryzys zadłużenia w kontekście prób reformy międzynarodowego ładu economicznego: [Електр. ресурс]. — <http://www.sgh.waw.pl>.

<sup>13</sup> За даними Центрального розвідувального управління США: [Електр. ресурс]. — <http://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook>.



Джерело: побудовано за даними Світового банку (<http://econ.worldbank.org>).

### Рис. 2. Рейтинг країн світу з найбільшим обсягом загальної зовнішньої заборгованості у 2009 р., млрд дол. США

стихійних наслідків у світовій економіці, криза заборгованості матиме істотний вплив на всі фінансові ринки і глобальну економічну систему.

Для уникнення негативних наслідків міжнародного кредитування польські вчені пропонують розв'язувати проблему на міжнародному рівні, зокрема:

1. Переглянути програми трансформації та часткового списання заборгованості щодо країн із високою заборгованістю в рамках Паризького й Лондонського клубів.

2. Надати фінансову підтримку країнам-боржникам МВФ за умови здійснення взаємоузгоджених програм структурної перебудови.

3. Здійснити операції з конверсії заборгованості (на національному рівні) на власний капітал, облігації, сировинні товари, що експортуються країнами у борг, видатки на навколишнє середовище (можливість погашення заборгованості на вторинному ринку).

4. Провести міжнародні дипломатичні переговори зі скорочення заборгованості (наприклад, план Бейкера (1985 р.) та план Брейлі (1989 р.) з ініціативи групи G8 для скорочення обсягу заборгованості)<sup>14</sup>.

5. За відсутності задовільних результатів і реалізації попередніх процесів і методів для подолання глобальної кризи заборгованості знайти ефективніші шляхи виходу з “боргової пастки”.

<sup>14</sup> Szostak M. Зазнач. праця.

Прихильник посткейнсіанської економічної теорії А. Лейонхувуд<sup>15</sup> наголошує, що кредитний елемент є невід’ємною складовою фінансово-економічних криз. У світі банківські кризи відбувалися в 1994-р. у Мексиці, у 1995-му — в Аргентині, у 1997-му — в Індонезії, Кореї, Малайзії, Таїланді, у 1997-му, 2000-му і 2002-му — на Філіппінах, у 1998-му — в Росії та Бразилії, у 2002-му — в Уругваї, у 2009 р. — у Греції. У Мексиці, Аргентині, Бразилії, Кореї, Росії й Туреччині банківські кризи поєднувалися з борговими.

Експерти Світового банку<sup>16</sup> зазначають, що посилення частоти і глибини фінансових криз в умовах фінансової глобалізації зумовлено такими чинниками:

— недостатня ефективність міжнародного ринку капіталів, яка породжує інфляційні очікування й уніфіковану поведінку інвесторів, спекулятивні атаки, нерациональні дії, “мільні бульбашки” тощо. Проблеми, пов’язані з асиметричністю інформації, у деяких випадках провокують механізми розгортання фінансових криз навіть у країнах зі здоровим макроекономічним середовищем. Приміром, якщо інвестори вважають обмінний курс нестабільним, вони вдаються до спекулятивних атак на валюту і провокують виникнення криз платіжного балансу навіть за відсутності об’єктивних економічних передумов;

— надмірні сподівання на зовнішні фактори розвитку, зокрема істотні обсяги залучення іноземного капіталу, що породжує фінансові труднощі й економічний спад у разі зміни політики іноземних інвесторів. Відомо, що економічні фактори великою мірою визначають тенденції потоків іноземного капіталу до країн, що розвиваються. Циклічний розвиток економік розвинених країн і схильність до диверсифікації фінансових інструментів у головних фінансових центрах також є детермінантами надходження позичкового капіталу до менш розвинених країн;

— інфляційні очікування в умовах нерегульованого руху приватних капіталів між країнами. Паніка й “колективна” поведінка інвесторів є своєрідними механізмами трансмісії фінансових шоків між ринками окремих країн, так званий трансфер криз. Таку поведінку інвесторів спричиняє проблема асиметричності інформації: недоступність інформації чи висока вартість її отримання робить інвесторів схильними до формування цінових очікувань на основі реакції інших учасників ринку. Тому фінансові потрясіння на одній частині планети майже миттєво перекидаються до іншої — на фінансові ринки країн зі схожими соціально-економічними передумовами.

Одним із головних ризиків, що супроводжує зростання зовнішньої корпоративної заборгованості у країні, є ризик раптового припинення припливу капіталу й подальшого реверсу фінансових потоків. Якщо цей ризик перевищує певне порогове значення, збільшується ймовірність розвитку кризових явищ аналогічно східно-азійським подіям 1997—1998 р., а також подальшого економічного спаду.

<sup>15</sup> Див.: Козюк В.В. Експансія кредиту в системі макрофінансових дисбалансів // Фінанси України. — 2010. — № 1. — С. 54—65.

<sup>16</sup> Див.: Вахненко Т. Міжнародний кредит у світовій валютно-фінансовій системі // Фінанси України. — 2006. — № 11. — С. 143—155.



Боргове фінансування дефіциту бюджету генерує такі види ризиків:

1. Процентний ризик. Пов'язаний зі зміною процентних ставок, які впливають на вартість обслуговування державного боргу, коливання процентних ставок, що змінює вартість залучення нових позик і вартість обслуговування боргу із плаваючою процентною ставкою.

2. Валютний ризик. Пов'язаний зі зміною валютного курсу національної грошової одиниці, що впливає на вартість обслуговування зовнішнього боргу. Девальвація збільшує частку доходів бюджету і ВВП країни, який спрямовується на погашення й обслуговування зовнішнього державного боргу.

3. Ризик пролонгації боргу. Виникає внаслідок того, що фінансування накопиченої заборгованості є неможливим або здійснюється з високими витратами. Неможливість рефінансування боргу або стрімке зростання витрат боргового фінансування призводить до боргової кризи і значних економічних втрат.

Девальвація збільшує частку внутрішніх доходів, які спрямовуються на погашення й обслуговування зовнішньої заборгованості, адже, якщо уряд не матиме достатніх джерел надходжень в іноземній валюті, вразливість до валютного ризику наражатиме його також на небезпеку ризику кредитного. Отже, девальвація може стати чинником виникнення системної фінансової кризи.

Валютний ризик тісно пов'язаний із ризиком пролонгації боргу: некерована девальвація часто супроводжується зниженням кредитних рейтингів держави, що ускладнює доступ до міжнародного ринку позичкових капіталів. Своєю чергою, погіршення умов торгівлі для національної економіки містить загрозу дестабілізації державних фінансів.

Таким чином, із точки зору макроекономічних наслідків зовнішнього кредитування, чіткіша інвестиційна спрямованість корпоративних позик дає змогу розглядати їх як прийнятну форму зовнішнього фінансування. З огляду на це варто зазначити, що залучення зовнішніх кредитів недержавним сектором економіки підвищує вразливість національної фінансової системи до дії зовнішніх шоків, пов'язаних із потоками міжнародних капіталів і нестабільністю обмінних курсів.

В. Геєць<sup>17</sup> дотримується думки, що рівень зовнішнього боргу і спосіб його фінансування істотно впливають на загальні кредитні умови країни, розвиток інфляційних процесів, обмінний курс, обсяг припливу капіталу, іноземних інвестицій, а також довіру економічних агентів, і стверджує, що боргова безпека є елементом фінансової безпеки. Натомість Н. Шелудько<sup>18</sup> вважає, що процеси активізації залучень коштів банками на зовнішніх ринках характеризуються наявністю певних ризиків, які неоднозначно впливають на стан грошово-кредитного ринку й ефективність грошово-кредитної політики НБУ.

---

<sup>17</sup> Перехідна економіка: Підручник / В.М. Геєць, Є.Г. Панченко, Е.М. Лібанова та ін.; за ред. В.М. Гейця. — К.: Вища шк., 2003. — С 499—500.

<sup>18</sup> Шелудько Н. Зовнішні запозичення банків України: тенденції, проблеми, перспективи // Економіка і прогнозування. — 2007. — № 1. — С. 130—136.



Додатковим ризиком, пов'язаним із нарощенням зовнішніх запозичень, що проявився під час світової кризи 2006—2010 рр.<sup>19</sup>, є механізм, за якого національна банківська система через канали споживчого кредитування з високою інтенсивністю перерозподіляє зовнішні запозичення у фінансування діяльності зарубіжних виробників товарів кінцевого призначення, які імпортуються до країни. Тобто національна економіка країни за рахунок поточних і майбутніх доходів населення стає донором економічного зростання зарубіжних кредиторів і виробників, тоді як можливості ефективного зростання її власної економіки залишаються нереалізованими.

Як показує міжнародний досвід, у країнах зі слабким банківським сектором “кредитний бум” на внутрішньому ринку, фінансований із зовнішніх джерел, часто призводить до погіршення фінансового стану банків, виникнення проблем з обслуговуванням зовнішніх боргів і розгортання “подвійних криз” — платіжного балансу й банківської системи.

Довгострокові наслідки накопичення зовнішнього боргу пов'язані з його впливом на накопичення капіталу і споживання майбутніх поколінь, тобто на довгострокове економічне зростання. Надмірне акумулювання боргу й підвищення процентних ставок призводять до заміщення приватного капіталу державним боргом<sup>20</sup>. Це відбувається внаслідок того, що при зростанні процентних ставок обсяги приватних інвестицій скорочуються, а приватні заощадження спрямовуються в державні боргові зобов'язання. Тобто зростання боргу зменшує виробничі потужності майбутніх поколінь, уповільнює економічне зростання й розвиток і спричиняє зниження соціального захисту населення.

За результатами досліджень експертів МВФ<sup>21</sup>, позитивний вплив зовнішніх позик та інвестицій на економічне зростання реалізується за рахунок доповнення ними внутрішніх заощаджень, зниження вартості капіталу, забезпечення трансферту технологій, розвитку фінансового сектору. Внутрішні запозичення за певних умов можуть сприяти продуктивному використанню внутрішніх заощаджень (при цьому внутрішні інвестори мають широкий вибір фінансових інструментів).

Згідно з теорією “боргового навісу”<sup>22</sup> надмірний зовнішній борг перешкоджає залученню внутрішніх та іноземних інвестицій. Потенційні інвестори побоюються, що при збільшенні виробництва зростатиме й обсяг коштів з обслуговування зовнішніх запозичень, і вважають недоцільним залучати інвестиції сьогодні задля можливого збільшення прибутку в майбутньому. Інвестори не погоджуються

<sup>19</sup> Див.: Буковинський С.А. Зростання корпоративного зовнішнього боргу України: макроекономічні наслідки та ризики для економіки / С.А. Буковинський, А.А. Гриценко, Т.Є. Унковська // Фінансова політика й економічне регулювання. — 2007. — № 10. — С. 3—18.

<sup>20</sup> Роль фінансової безпеки України в поглибленні інтеграційних стосунків з європейськими країнами: [Електр. ресурс]. — <http://www.ucseps.org/ukr>.

<sup>21</sup> Див.: Вахненко Т. Перспективні напрями політики державних запозичень в Україні // Економіка і прогнозування. — 2005. — № 1. — С. 65—75.

<sup>22</sup> Див.: Pattillo C., Poirson H. and Ricci L. What Are the Channels Through Which External Debt Affects Growth? // IMF Working Paper. — 2004. — No 04/15. — P. 1—34.

відавати частину свого прибутку, у вигляді сплати податків, для обслуговування зовнішнього боргу держави.

Попри усталену думку науковців про те, що криза ще декілька років “гальмуватиме” розвиток світової економіки, аналітики *Financial Times*<sup>23</sup> склали економічний прогноз на 2010 р., який є доволі оптимістичним для більшості країн Європи, окрім України, Ірландії, Греції, Іспанії та Румунії. Одним із найважливіших факторів, що бралися до уваги і вплинули на оцінки експертів, був обсяг зовнішньої заборгованості, а також темпи її зростання. Варто зазначити, що цей прогноз частково справдився, зокрема в частині, де йшлося про проблеми із заборгованістю Греції та Іспанії, що може негативно вплинути на економіки всіх без винятку країн Європи.

К. Рогофф<sup>24</sup> вважає, що надмірний обсяг зовнішнього боргу може поставити під загрозу відновлення світової економіки, зокрема найрозвиненіших держав світу — США, Великобританії, Німеччини, Франції, Японії. Адже, як показує історичний досвід, услід за фінансовими зазвичай виникають бюджетні кризи. Вчені-економісти довели, що протягом трьох років після фінансової кризи державний борг зростає у середньому на 86 %. Тобто науковці прогнозують зростання заборгованості високорозвинутих держав до 2014 р. у середньому на 30 %.

Для визначення наслідків накопичення зовнішнього боргу в посттрансформаційних економіках використаємо інструментарій макроекономічного моделювання<sup>25</sup>, зокрема тест Гренджера, і побудуємо регресійну модель для оцінки взаємозв'язку зовнішнього боргу й основних макроекономічних показників України та Чехії (табл. 1).

За результатами тесту Гренджера: для Чехії можна припустити тісний зв'язок зовнішнього боргу з обмінним курсом крони, ВВП й інфляцією; зв'язок між зовнішнім боргом країни та імпортом виявився взаємним. Для України отримано дещо інші результати: істотний зв'язок зовнішнього боргу з обмінним курсом гривні й безробіттям; статистично значущий зв'язок зовнішнього боргу з ВВП та інфляцією.

Із метою оцінки кількісних параметрів впливу використаємо інструментарій регресійного аналізу. Результати дослідження для Чехії та України подано в табл. 2.

Отже, відповідно до отриманих результатів при зростанні зовнішнього боргу Чехії: зменшується ВВП (коефіцієнт регресії дорівнює 0,35), збільшується обсяг імпорту (0,28), зменшується рівень безробіття (0,40). Зростання зовнішнього боргу України спричиняє такі наслідки: збільшення ВВП (0,73), зростання імпорту (0,88), зниження рівня інфляції (0,02).

---

<sup>23</sup> Офіційний сайт газети “Financial Times”: [Електр. ресурс]. — <http://www.ft.com>.

<sup>24</sup> Див.: Кравчук К. Чекайте на дефолти // *Контракти*. — 2009. — № 51, 52. — С. 4, 5.

<sup>25</sup> Для дослідження ми обрали такі показники: зовнішній борг, ВВП, обмінний курс, імпорт, інфляція та безробіття. Статистична вибірка охопила період з IV кв. 2003-го по II кв. 2010 р. Дані отримано з офіційних сайтів: Світового банку (<http://www.worldbank.org>), МВФ (<http://www.imf.org>), національних банків України (<http://www.bank.gov.ua>) та Чехії (<http://www.cnb.cz>) і статистичних управлінь досліджуваних країн (<http://www.czso.cz>). Для зручності розрахунків усі дані було прологарифмовано.

Таблиця 1. Причинно-наслідкові зв'язки зовнішнього боргу й основних макроекономічних показників України та Чехії

Гіпотеза	Лаги		
	2-1	3-1	4-1
<b>Україна</b>			
Зовнішній борг не впливає на обмінний курс гривні	(2,7152***)	—	—
Зовнішній борг не впливає на ВВП	(14,5041*)	(7,7479*)	(7,6991*)
Імпорт не впливає на зовнішній борг	—	—	—
Зовнішній борг не впливає на імпорт	—	—	(2,5549***)
Зовнішній борг не впливає на інфляцію	(3,9112**)	(5,0325**)	(3,1189**)
Зовнішній борг не впливає на безробіття	—	—	(2,6956***)
<b>Чехія</b>			
Зовнішній борг не впливає на обмінний курс крони	(3,0776***)	(2,6709***)	—
Зовнішній борг не впливає на ВВП	(2,8341***)	(4,2881**)	(3,6733**)
Імпорт не впливає на зовнішній борг	(12,6376*)	(7,5221*)	(3,7763**)
Зовнішній борг не впливає на імпорт	(7,1878*)	(3,0084***)	(2,8939***)
Зовнішній борг не впливає на інфляцію	—	—	(6,2475*)

\* Гіпотезу можна відкинути на рівні статистичної значущості 1 %.

\*\* Гіпотезу можна відкинути на рівні статистичної значущості 5 %.

\*\*\* Гіпотезу можна відкинути на рівні статистичної значущості 10 %.

Таблиця 2. Зовнішній борг як чинник впливу на основні макроекономічні показники Чехії та України

Чехія		Україна	
Залежні змінні	Незалежна змінна	Залежні змінні	Незалежна змінна
	Зовнішній борг		Зовнішній борг
<b>ВВП</b>		<b>ВВП</b>	
AR <sup>2</sup>	0,80	AR <sup>2</sup>	0,94
t-статистика	(-2,5344**)	t-статистика	(4,2742*)
DW	1,87	DW	1,75
Коефіцієнт	-0,3560	Коефіцієнт	0,7398
<b>Імпорт</b>		<b>Імпорт</b>	
AR <sup>2</sup>	0,80	AR <sup>2</sup>	0,54
t-статистика	(2,7397**)	t-статистика	(4,2171*)
DW	1,89	DW	2,15
Коефіцієнт	0,2833	Коефіцієнт	0,8864
<b>Безробіття</b>		<b>Інфляція</b>	
AR <sup>2</sup>	0,88	AR <sup>2</sup>	0,90
t-статистика	(-3,9498*)	t-статистика	(-3,3896*)
DW	1,56	DW	1,51
Коефіцієнт	-0,4098	Коефіцієнт	-0,0268

\* Гіпотезу можна відкинути на рівні статистичної значущості 1 %.

\*\* Гіпотезу можна відкинути на рівні статистичної значущості 5 %.

Вплив зовнішнього боргу на обмінний курс гривні подано у рівнянні:

$$\begin{aligned} EX\_RATE\_UA = & 0,33 + 0,12 \cdot DEBT\_UA(-3) + 0,61 \cdot EX\_RATE\_UA(-1). \\ & (1,4737) \quad (2,4206^{**}) \quad (3,8944^*) \\ DW = & 2,02 \quad AR^2 = 0,76 \end{aligned}$$

\* Гіпотезу можна відкинути на рівні статистичної значущості 1 %.

\*\* Гіпотезу можна відкинути на рівні статистичної значущості 5 %.

Відповідно до проведеного дослідження при зростанні зовнішнього боргу підвищується обмінний курс гривні (коефіцієнт регресії дорівнює 0,12). Це свідчить про те, що зовнішній борг України використовувався в основному для покриття дефіциту державного бюджету, а також стабілізації курсу національної валюти і грошово-кредитного ринку, а не для фінансування розвитку реального сектору економіки.

Таким чином, проведені емпіричні дослідження підтвердили теоретичні припущення щодо негативних і позитивних наслідків зовнішнього боргу. На нашу думку, для детальнішого аналізу ризиків боргового фінансування економіки необхідно включити ширший спектр показників — не лише фінансового, а й реального секторів економіки, а також простежити дані наслідки в розрізі часових періодів.

Вищенаведений аналіз ризиків боргового фінансування посттрансформаційних економік дає змогу запропонувати рекомендації щодо зменшення ризиковості акумуляції зовнішнього боргу:

1. Зовнішній борг доцільно замінювати внутрішнім, а дефіцит бюджету — утримувати в межах 3% ВВП.
2. Доцільно здійснювати постійний моніторинг самодостатності зовнішнього боргу в розрізі економічної безпеки держави.
3. Слід розробити принципово нові підходи до використання й залучення зовнішніх запозичень.
4. Річні темпи приросту заборгованості потрібно уточнити й законодавчо врегулювати в допустимих безпечних межах.
5. Боргова політика країн із посттрансформаційною економікою має бути доопрацьована й удосконалена відповідно до викликів і загроз світових глобалізаційних процесів.

Підсумовуючи, зауважимо, що зовнішній борг та пов'язані з ним ризики є невід'ємною частиною посттрансформаційних економік і справляють як негативний, так і позитивний вплив. При цьому доцільно більше уваги приділяти дослідженню й розробці нових методів ефективного залучення й використання запозичень із мінімальним впливом згаданих ризиків на соціально-економічне середовище держави.