

УДК 339.278

Т. П. БОГДАН,
доктор экономических наук,
главный научный сотрудник,
завсектором международных финансовых исследований
ГУ «Институт экономики и прогнозирования НАН Украины»
(Киев)

ВНЕШНЯЯ ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА И ВЫЗОВЫ ДЛЯ ВАЛЮТНО-ФИНАНСОВОЙ ПОЛИТИКИ УКРАИНЫ

Выявлены основные тенденции в сфере внешней долговой динамики Украины, определены риски ее долговой позиции и проанализированы показатели долговой устойчивости. Раскрыта роль потоков иностранного капитала в обострении банковского, валютного и возникновении экономического кризиса в 2014–2015 гг. Обоснованы приоритеты экономической политики государства, направленные на смягчение деструктивного влияния долговых процессов и стабилизацию валютно-финансовой ситуации в стране.

Ключевые слова: внешний долг, долговая устойчивость, иностранный капитал, финансовый кризис.

Т. П. 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
(Kiev)

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.

Глобальным экономическим феноменом XXI в. стало формирование долговой экономики, основанной на гипертрофированном использовании кредитных рычагов для наращивания потребительского спроса и поддержки экономической активности. В историческом ракурсе эволюция долговой модели прошла путь от классического государственного кредита и возникновения долгового «навеса» у отдельных суверенных заемщиков до аномального разрастания кредитной системы и функционирования долговой экономики в группе развитых и развивающихся стран. В развитых странах уровень государственного долга на начало 2015 г. составлял более 105% ВВП, а объем внутреннего кредита частному сектору – 142% ВВП*.

© Богдан Татьяна Петровна (Bogdan Tat'yana Petrovna), 2016; e-mail: tetiana.bogdan@gmail.com.

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

Для развивающихся стран особо актуальна проблематика внешней задолженности: многие из них вынуждены полагаться на привлечение внешних займов для финансирования разрывов платежного баланса — дефицита внешней торговли и “бегства” национального капитала. Удовлетворение финансовых потребностей правительства и субъектов хозяйствования в этих странах путем мобилизации внутренних ресурсов во многих случаях происходит сложно вследствие волатильности макроэкономической среды и недоразвитости внутреннего рынка капиталов.

Привлечение внешних финансовых ресурсов как источника финансирования экономического развития бедных стран и формирование избыточной долговой нагрузки как драйвер финансовых кризисов рассматривались в трудах К. Райнхарт, К. Рогоффа, Г. Калво, Г. Милеси-Ферретти, Л. Катао, П. Кругмана, М. Савастано, С. Классенса, А. Гоша и других [1–6]. В своем последнем исследовании “Год суверенных дефолтов” К. Райнхарт прогнозирует, что 2016 г. станет годом массовых дефолтов развивающихся стран. Это обусловлено тектоническими сдвигами в глобальном экономическом климате, от которых больше всего пострадают именно эти страны: замедлением экономического роста в Китае и снижением мировых цен на сырье, началом цикла повышения процентных ставок ФРС США и сокращением притока иностранного капитала в страны с формирующимися рынками. В последнее время экспортные поступления и доходы бюджетов в этих странах снизились, а их валюты девальвировали, что усилило бремя обслуживания внешних долгов. В таких условиях, которые продолжают ухудшаться из-за повсеместного замедления темпов экономического роста, неизбежно возникает цепь суверенных дефолтов развивающихся стран [7].

Ввиду этого, **цель статьи** — идентифицировать риски долговой позиции Украины, проанализировать показатели долговой устойчивости и определить факторы долгового кризиса как составляющей “тройного” финансового кризиса, что послужит фундаментом для разработки предложений по экономической политике государства, направленной на смягчение деструктивного влияния долговых процессов и стабилизацию валютно-финансовой ситуации в стране.

Динамика валового внешнего долга Украины формировалась под влиянием как глобальных тенденций, так и специфических внутренних факторов. За 2004–2013 гг. абсолютная сумма внешнего долга Украины увеличилась на 118,7 млрд. дол., а относительная — выросла за этот же период с 47,5% ВВП до 78,1% ВВП (табл. 1). Обратная тенденция к уменьшению абсолютной суммы внешнего долга начала проявляться с 2014 г. С начала 2014 г. и до середины 2015 г. валовой внешний долг уменьшился на 16,1 млрд. дол. (со 142,5 до 127 млрд. дол.), однако относительная его величина за это же время заметно увеличилась. Если в начале 2014 г. валовой внешний долг составлял 78,1% ВВП, то в середине 2015 г. — уже 163,2% ВВП. Очевидно, что причиной такого скачка являются девальвация национальной валюты и сокращение реального ВВП.

Учитывая величину валового внешнего долга Украины — 163,2% ВВП и 239,6% экспорта, — можно говорить о чрезмерном уровне долговой нагрузки, которая как феномен оказывает многовекторное деструктивное влияние на экономику. В частности, за последние два года Украина столкнулась с колоссальным оттоком капитала и потеряла возможности для рефинансирования внешних долгов из рыночных источников, что стало звеном в кризисной цепи событий по дестабилизации экономики и финансовой системы Украины.

Большой размер внешнего долга опасен для экономики страны с учетом следующих факторов:

Таблица 1

Абсолютная и относительная величины валового внешнего долга Украины *

Тип заемщика	Млрд. дол.					% ВВП				
	01.01.04 г.	01.01.09 г.	01.01.14 г.	01.01.15 г.	01.07.15 г.	01.01.04 г.	01.01.09 г.	01.01.14 г.	01.01.15 г.	01.07.15 г.
Сектор общего государственного управления.....	8,9	13,3	29,9	32,9	35,9	17,8	9,7	16,4	33,7	46,1
Сектор денежно-кредитного регулирования.....	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
долгосрочный.....	0,7	28,8	17,1	13,5	11,6	1,3	24,4	9,4	13,8	14,9
краткосрочный.....	1,1	6,5	5,4	5,2	4,2	2,2	7,6	3,0	5,3	5,4
Нефинансовые предприятия.....	10,8	41,0	79,4	63,3	59	21,5	33,5	43,5	64,9	75,8
долгосрочный.....	2,9	27,8	47,3	48,2	45,7	5,7	24,5	25,9	49,4	58,7
краткосрочный.....	7,9	13,2	32,1	15,1	13,3	15,8	8,8	17,6	15,5	17,1
Межфирменный долг по ПИИ.....	0,4	5,0	8,8	9,2	9,7	0,8	3,4	4,8	9,4	12,5
Валовой внешний долг.....	23,8	100,6	142,5	126,4	127,0	47,5	82,3	78,1	129,6	163,2

* Рассчитано автором по данным НБУ и Государственной службы статистики Украины.

– в большинстве случаев замедляются темпы экономического роста вследствие повышения степени экономической неопределенности и уменьшения частных инвестиций;

– при большом размере долга возникает необходимость в генерировании избытка текущего счета платежного баланса для погашения и обслуживания накопленных долгов, что может сокращать инвестиционный и потребительский спрос в экономике;

– повышается уязвимость экономики к влиянию внешних шоков – процентных ставок, цен на экспортируемые товары, уровня спроса в странах-партнерах;

– высокая внешняя долговая нагрузка лишает правительство возможности проводить антициклическую фискальную и монетарную политику, что в кризисных условиях усугубляет экономический спад;

– под действием каких-либо факторов внутреннего или внешнего характера субъекты национальной экономики могут потерять доступ к внешнему финансированию, что будет генерировать кризисные импульсы для экономики, таким образом, существует проблема рефинансирования накопленного долга.

Попробуем проанализировать проблематику долговой нагрузки сквозь призму индикаторов долговой устойчивости. Как свидетельствуют данные таблицы 2, на середину 2015 г. валовой внешний долг Украины составил почти 240% экспорта и втрое превысил средний уровень долга для стран с низкими и средними доходами (79,1% экспорта), а также принятый в мировой практике предельный уровень долга – 200% экспорта.

Отношение объема платежей по долгосрочному внешнему долгу Украины к экспорту товаров и услуг по итогам 2013 г. составило 42,4%, 2014 г. – 46,1%, а I полугодия 2015 г. – 66,3%. Таким образом, в случае реверса потоков капитала больше половины экспортных поступлений Украина должна направлять на внешние долговые выплаты. Для сравнения: принятый в мире предельный показатель равен 20% экспорта, а среднее значение в странах с низким и средним уровнями доходов в 2014 г. составило 8,9%.

Таблица 2

Индикаторы долговой устойчивости Украины *

Показатели	По состоянию на:			Среднее для развивающихся стран на 01.01.2015 г.	Предельно допустимое значение
	01.01.2014 г.	01.01.2015 г.	01.07.2015 г.		
Валовой внешний долг (% экспорта товаров и услуг).....	167,1	193,0	239,6	79,1	200
Валовой внешний долг (% ВВП).....	77,5	127,1	163,2	22,2	–
Краткосрочный внешний долг по окончательному сроку погашения (% к международным резервам).....	290,4	788,0	575,1	24,8	100
Чистая международная инвестиционная позиция страны (% ВВП).....	–42,2	–63,5	–75,3	–	–35
Сальдо текущего счета платежного баланса (% ВВП).....	–9,0	–4,6	–0,3	0,6	–4
Государственный долг и гарантированный государством долг (% ВВП)	40,2	70,3	89,9	39,4	60
Плановое погашение и обслуживание долгосрочного внешнего долга (% экспорта).....	42,4	46,1	66,3	8,9	20

* Составлено автором по данным МВФ, МБРР, НБУ, Министерства финансов Украины, Государственной службы статистики Украины. Средние показатели за 2013 г. для развивающихся стран приведены по данным Международной долговой статистики МБРР (International Debt Statistics EBRD) и Базы данных о перспективах развития мировой экономики МВФ (World Economic Outlook Database IMF).

Соотношение краткосрочного внешнего долга по окончательному сроку погашения и международных резервов указывает на устойчивость долговой позиции экономических субъектов и достаточность международных резервов для поддержания международной ликвидности страны в случае реверса потоков капитала. Тогда как в странах с низким и средним уровнями доходов в конце 2014 г. краткосрочный внешний долг составил 24,8% международных резервов, в Украине это соотношение было на уровне 788% в конце 2014 г. и 575% – в июле 2015 г. Критическое значение отношения краткосрочного внешнего долга к международным резервам составляет 100% (это известный критерий Гринспена).

Низкий уровень международных резервов Украины частично объясняет тесную взаимосвязь валютно-курсовых и долговых проблем страны. В историческом контексте все крупные и слабоуправляемые девальвации гривни давали толчок к дефолтам и реструктуризациям государственного и (или) частного долга. Среди них:

1) реструктуризация облигаций внутреннего государственного займа (ОВГЗ), внешних коммерческих обязательств Правительства и официального долга Парижскому клубу кредиторов в 1998–2000 гг.;

2) реструктуризация внешних корпоративных долгов (“Нафтогаз України”, “Интерпайп”, “Индустриальный союз Донбасса”, “Альфа-Банк Украина”, “Надра”, “Укргазбанк”, “Финансы и Кредит”, “ПУМБ”, “Укрпромбанк” и т. д.) в 2008–2009 гг.;

3) пролонгация частных долгов и реструктуризация внешнего суверенного долга по еврооблигациям в 2014–2015 гг.

Реструктуризация государственного долга текущего года разгрузила бюджеты 2015–2018 гг. и оказала поддержку платежному балансу, но существенно усилила бремя внешнего долга в долгосрочной перспективе. По условиям соглашения с кредиторами, Правительство будет выплачивать 80% номинальной суммы долга в течение 2019–2027 гг., оплачивая кредиторам 7,75% годовой доходности. Так, вместо списанных 3,6 млрд. дол. оно обязалось отдавать кредиторам 15%, или 40% номинального прироста ВВП, в течение 20 лет, если темпы роста реального ВВП будут превышать, соответственно, 3% и 4%. По простым математическим подсчетам, суммарные выплаты по инструментам компенсации стоимости достигнут 8,3 млрд. дол. при условии, что реальный ВВП будет расти на 4% в течение 20 лет; такие же выплаты превысят 33 млрд. дол. при ежегодном росте ВВП на 5%. Дисконтирование указанных величин и вычисление их текущей дисконтированной стоимости не нивелируют имеющиеся разрывы между списанной суммой в 3,6 млрд. дол. и будущими обязательствами Украины по инструментам компенсации стоимости (ИКС). По сути, в результате реструктуризации государственного долга произошло изменение его срочной структуры при одновременном существенном росте величины государственного долга.

Итак, Украина нарушает критерии долговой устойчивости по всем ключевым индикаторам. Причем в последние два года проблемы чрезмерной внешней долговой нагрузки и несбалансированной валютно-финансовой позиции страны приобрели критический характер. Такое положение дел частично вызвано тем, что темпы аккумуляции внешнего долга даже в годы его умеренного роста (падения) превышали темпы расширения (сужения) экономического базиса – ВВП и экспорта – для обслуживания накопленных долгов (табл. 3). Так, в 2009–2014 гг. средний разрыв между темпами роста реального ВВП и валового внешнего долга составлял –6,4%, а между темпами роста экспорта и валового внешнего долга равнялся –7,6%.

Таблица 3

Темпы роста ВВП и экспорта Украины по сравнению с темпами накопления внешнего долга *

Показатели	Годы						Среднегодовые значения
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	
Темпы роста реального ВВП.....	-14,8	4,1	5,5	0,2	0	-6,8	-2,1
Темпы роста экспорта.....	-36,6	27,7	28,3	1,4	-5,1	-19,8	-3,3
Темпы накопления внешнего долга	2,8	13,5	7,6	6,5	5,5	-11,0	4,3
Разница между темпами роста ВВП и внешнего долга.....	-17,6	-9,4	-2,1	-6,3	-5,5	4,2	-6,4
Разница между темпами роста экспорта и внешнего долга.....	-39,4	14,2	20,7	-5,1	-10,6	-8,8	-7,6

* Рассчитано автором по данным НБУ и Государственной службы статистики Украины.

Что касается структуры валового внешнего долга по типу заемщика, то в последние два года постоянно увеличивалась сумма внешнего государственного долга Украины и сокращалась величина внешнего корпоративного долга (см. табл. 1). Так, с начала 2014 г. до середины 2015 г. доля долга органов государственного управления и денежно-кредитного регулирования увеличилась с 22% до 33,5% общей суммы валового внешнего долга. Изменение структуры долга отражает факт уменьшения доступности внешнего финансирования при существенном росте рыноч-

Таблица 4
Поступления внешнего ссудного капитала в Украину
(млрд. дол.)

Показатели	Г о д ы										I полугодие 2015 г.
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	
Средне- и долгосрочные кредиты и долговые ценные бумаги.....	6,15	8,85	18,24	13,43	-4,66	3,93	0,71	9,32	5,79	-3,03	-3,60
Сектор общего государственного управления.....	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
Нефинансовые предприятия.....	3,20	4,41	6,65	5,85	-0,28	2,94	4,22	6,93	1,34	-4,40	-3,24
Краткосрочные ссуды.....	1,42	3,68	4,87	-1,03	-4,47	2,83	1,89	-3,29	1,56	0,79	-1,35
Поступления ссудного капитала (всего).....	7,56	12,53	23,11	12,40	-9,14	6,76	2,60	6,04	7,35	-2,24	-4,96

* Составлено автором по данным платежного баланса НБУ.

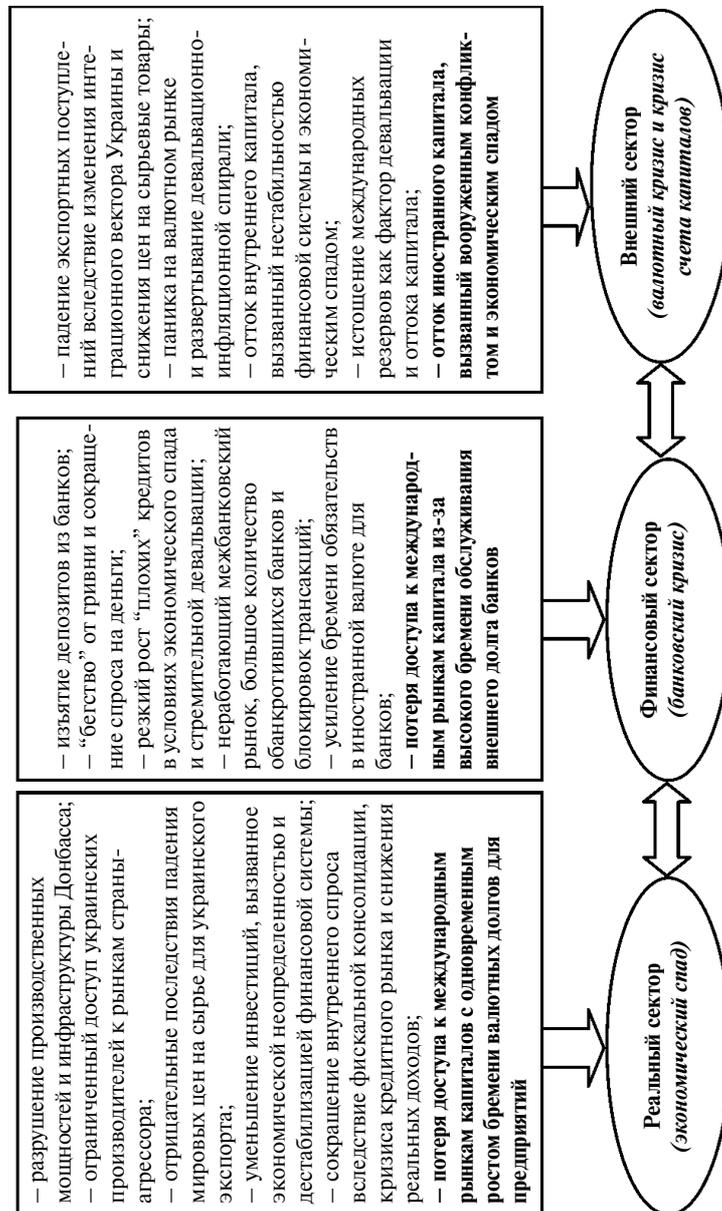
ных процентных ставок по займам отечественных предприятий и банков, а также привлечения экстренного внешнего финансирования Правительством и НБУ.

Рассматривая динамику чистых внешних заимствований субъектов экономики Украины за последние 10 лет, вынуждены указать на их положительную величину в 2005–2008 гг. и 2010–2013 гг. (табл. 4). В 2009 г. страна имела нетто-отток иностранного заемного капитала объемом 9,1 млрд. дол., что объяснялось распространением мирового финансового кризиса на формирующиеся рынки. В 2010–2013 гг. Украина восстановила свои позиции как реципиент иностранного заемного капитала, и нетто-заимствования всех секторов экономики в 2013 г. достигли 7,4 млрд. дол., однако в 2014–2015 гг. снова произошел нетто-отток капитала. В отличие от предыдущего опыта, текущий реверс потоков капитала не связан с трансмиссией глобальных финансовых шоков в экономику Украины. Революционные события в Киеве, аннексия Крыма Россией и вооруженный конфликт в Донбассе привели к ухудшению экономической ситуации и переоценке на финансовых рынках рисков инвестирования в Украину. На конец 2014 г. уровень спреда "EMBIG-Ukraine" достиг 2226 базисных пунктов. В то же время в международной практике считается, что спред на уровне 600 базисных пунктов уже сигнализирует о кризисе рефинансирования суверенных и частных долгов*.

С конца 2013 г. корпоративные заемщики Украины фактически оказались отрезанными от ресурсов международного рынка капиталов, что стало одним из факторов кризиса в реальном секторе экономики, углубления банковского и валютного кризиса (рис.). Так, движущими силами кризиса в реальном секторе экономики, в частности, стали: разрушение производственных мощностей и материальной инфраструктуры Донбасса; ограничение доступа украинских производителей к рынку сбыта страны-агрессора; снижение мировых цен на товары национального экспорта; падение инвестиционной

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

деятельности в условиях экономической неопределенности и финансовой дестабилизации; сужение внутреннего спроса вследствие сжатия кредитного рынка, фискальной консолидации и снижения реальных доходов населения; потеря доступа украинских корпораций к международному рынку капиталов при трехкратном росте нагрузки валютных долгов.



Движущие силы финансово-экономического кризиса в 2014–2015 гг. и каналы трансмиссии кризисных явлений

В целом в Украине имеет место так называемый “тройной” финансовый кризис (банковский, валютный и долговой), который протекает в условиях глубокой экономической рецессии. При этом фактически реализуется взаимное двустороннее влияние между секторами экономики: финансовый кризис углубляет экономический спад, а резкое падение производства и экспорта делает невозможным преодоление финансового кризиса.

В сфере платежного баланса Украины, начиная с 2014 г., происходили следующие негативные явления и процессы: падение экспортных поступлений вследствие

потери российского рынка сбыта и снижения цен на сырьевые товары; отток иностранного капитала, вызванный вооруженным конфликтом и экономическим спадом; паника на валютном рынке и развертывание девальвационно-инфляционной спирали; отток внутреннего капитала, вызванный нестабильностью финансовой системы и экономическим спадом; истощение международных резервов, которое усилило девальвацию и интенсифицировало "бегство" капитала.

Долговой кризис в Украине проявлялся как кризис суверенного долга и кризис корпоративных долгов. При этом основными средствами урегулирования долгового кризиса со стороны заемщиков стали реструктуризация долга и его конверсия в имущественные активы (акционерный капитал). Основными же факторами долгового кризиса выступали потеря возможностей для рефинансирования накопленных долгов из частных источников и трехразовый рост нагрузки обслуживания внешних долгов вследствие стремительной девальвации гривни. Для покрытия дефицита внешнего финансирования МВФ утвердил трехлетнюю программу кредитования Украины в объеме 17,5 млрд. дол. Кредитную поддержку Правительству оказывают также Всемирный банк, Европейская комиссия, ЕБРР, ЕИБ, Кредитное учреждение для восстановления, правительства США, Польши, Канады и т. д. Таким образом, проблема оттока частного капитала частично смягчается за счет внешнего официального финансирования.

Вследствие активного привлечения государственных займов в 2015 г. долговая ситуация в Украине еще больше ухудшилась. По состоянию на конец 2015 г. общая сумма государственного и гарантированного государством долга составила 1571,8 млрд. грн., увеличившись за год на 470,9 млрд. грн. При этом объем внешнего государственного долга за год вырос на 4,6 млрд. дол. По предварительным оценкам, на конец года сумма государственного и гарантированного государством долга без учета ИКВ, выпущенных в ходе реструктуризации внешнего долга, составила 80,9% ВВП. В течение 2015 г. было привлечено 99 млрд. грн. внутренних государственных займов и 415,1 млрд. грн. внешних займов. Согласно данным Государственного казначейства Украины, финансирование дефицита Сводного бюджета страны по долговым операциям (нетто) за год достигло 114,8 млрд. грн., при этом дефицит Сводного бюджета составил лишь 27,8 млрд. грн. (1,4% ВВП). Гигантские суммы государственных средств были использованы Правительством на приобретение ценных бумаг — 75 млрд. грн., прирост остатков бюджетных средств — 25,5 млрд. грн., размещение бюджетных средств на депозитах — 6,6 млрд. грн. *

Таким образом, даже в условиях умеренного дефицита бюджета (дефицит Государственного бюджета за год составил 2,2% ВВП, а Сводного бюджета — 1,4% ВВП) Правительство допустило колоссальный рост государственного долга. При этом дефицит бюджета фактически имел место только в ноябре — декабре 2015 г. По расчетам И.В. Богдана и других, за январь — сентябрь 2015 г. циклически скорректированный первичный баланс сектора общего государственного управления составил 10% ВВП, а без циклической корректировки — 8,4% ВВП [8]. Парадоксально, но профицит бюджета или его незначительный дефицит по итогам года не помог смягчить проблемы долговой нагрузки: Правительством привлекались значительные объемы внешних займов для поддержки платежного баланса и пополнения валютных резервов, проводился также выпуск ОВГЗ для решения финансовых проблем НАК "Нафтогаз Украины" и Фонда гарантирования вкладов физических лиц. С экономической точки зрения, достижение бюджетного профицита в условиях экономического спада и ведения воен-

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

ных действий является нонсенсом, поскольку профицит бюджета вызывает сокращение внутреннего спроса и является фактором обнищания широких слоев населения.

Сальдо финансового счета платежного баланса Украины составило –3,7 млрд. дол. в 2014 г. и – 1,8 млрд. дол. – за 11 месяцев 2015 г. В макроэкономической плоскости приспособление отечественной экономики к изъятию иностранного капитала приобретает форму внутренней корректировки (от англ. *internal adjustment*). Такая корректировка, необходимая для сбалансирования валютно-финансовых потоков национальной экономики, вынужденно происходит за счет резкого сокращения внутреннего спроса и свертывания импорта. Следствием этого являются существенное снижение реального ВВП и падение жизненного уровня населения. Альтернативный вариант – внешняя корректировка (от англ. *external adjustment*) – теоретически может происходить путем повышения национальной конкурентоспособности и завоевания новых ниш на мировом рынке. Но в Украине потенциал внешней корректировки не реализуется из-за низкого уровня конкурентоспособности большинства отраслей экономики, деградации многих производств обрабатывающей промышленности и вынужденной потери рынков сбыта страны-агрессора.

Для выяснения путей стабилизации валютно-финансовой ситуации в Украине и удешевления стоимости внешнего финансирования большое значение имеет выявление детерминант притока иностранного ссудного капитала в национальную экономику.

С использованием инструментария регрессионно-корреляционного анализа автором установлено, что важную роль в объяснении динамики притока иностранного ссудного капитала в экономику Украины играют такие факторы внутривалютных рисков:

- темп роста реального ВВП как показатель благоприятности общеэкономической среды в стране (коэффициент парной корреляции со спредом “EMBIG-Ukraine” –0,77);

- международные резервы Украины в % к валовому внешнему долгу как показатель международной ликвидности страны и валютных рисков для иностранных инвесторов (коэффициент корреляции составляет –0,50);

- темпы роста украинского экспорта в % к соответствующему периоду предыдущего года как показатель роста конкурентоспособных производств и внешней платежеспособности страны (коэффициент корреляции равен –0,53);

- прирост государственного и гарантированного государством долга в % к ВВП как индикатор кредитных рисков для инвесторов в государственные обязательства (коэффициент корреляции составляет –0,56).

В целом по результатам проведенного эмпирического исследования были определены наиболее значимые факторы влияния на динамику спреда “EMBI-Украина” и оценено их количественное влияние [9]. На основе полученных результатов сделан вывод о том, что восстановление доступа украинских субъектов к международному рынку капиталов возможно при достижении положительных изменений в динамике украинского ВВП, повышении национальной конкурентоспособности и достижении прироста украинского экспорта, накоплении международных резервов Украины до уровня минимально допустимых значений и снижении относительной величины ее государственного долга.

Выводы

Таким образом, как было выяснено, Украина нарушает основные критерии долговой устойчивости, а в последние два года проблемы чрезмерной внешней дол-

говой нагрузки и несбалансированной валютно-финансовой позиции страны приобрели критический характер, реализация рисков рефинансирования долга и неконтролируемого оттока иностранного капитала сыграли существенную роль в возникновении банковского, валютного, долгового и углублении экономического кризиса. В среднесрочной перспективе для укрепления финансовой системы Украины и смягчения деструктивного влияния долговых процессов усилия Правительства и НБУ должны быть направлены на:

1. *Смещение акцентов с долговых на недолговые источники внешнего финансирования — стимулирование поступления прямых иностранных инвестиций (ПИИ).* Интенсификация привлечения ПИИ требует, в первую очередь, улучшения инвестиционного климата и решения таких задач, как борьба с коррупцией, упрощение системы налогообложения, защита экономической конкуренции, прав интеллектуальной собственности, совершенствование законодательства в сферах государственного контроля, выдачи разрешений, технического регулирования, банкротства и т. п. Кроме совершенствования общих рамочных условий для быстрого достижения положительных результатов стоит также применять целевые специфические меры поощрения иностранных инвесторов:

а) заключение особых контрактов Правительства с инвесторами по проектам с потенциально высоким количеством рабочих мест и положительными технологическими эффектами (контрактный режим предусматривает предоставление таким инвесторам особого пакета стимулов и осуществление Правительством контроля за выполнением инвесторами взятых на себя обязательств) [10];

б) создание Государственного агентства по вопросам ПИИ с особым статусом и подчинением вице-премьер-министру Украины. Агентство должно иметь региональные подразделения и выполнять роль связующего звена между центральной (местной) властью и инвесторами (по примеру польского агентства PALiLZ или сингапурского Управления по экономическому развитию). Важна координационная функция агентства для налаживания связей иностранных инвесторов с местными поставщиками, энергогенерирующими компаниями и т. п. Каждый сотрудник агентства должен сопровождать конкретный инвестиционный проект и нести личную ответственность за решение оперативных вопросов по получению разрешений, лицензий, заключению контрактов с естественными монополиями на начальной стадии реализации проектов.

2. *Активное включение в экономический оборот внутренних сбережений как альтернативы внешним за счет оздоровления банковской системы и развития внутреннего рынка капиталов.* Для этого, в первую очередь, необходимо восстановить макроэкономическую стабильность в стране и провести комплекс действенных институциональных реформ, которые будут гарантировать соблюдение прав собственности и выполнение контрактных обязательств. Многочисленные эмпирические исследования подтвердили, что страны с сильной защитой прав кредиторов и стабильной макроэкономической средой имеют более развитые внутренние рынки облигаций [11]. В частности, Б. Айхенгрин и другие показали, что рынки капиталов в Азии (где права кредиторов и инвесторов защищены надежнее, а внедрение правовых норм менее затратно) более развиты, чем в Латинской Америке [12]. Д. Бюргер и Ф. Варнок доказали, что страны со стабильными и низкими темпами инфляции имеют более емкие и диверсифицированные внутренние рынки облигаций и меньше полагаются на выпуск облигаций, номинированных в иностранных валютах [13].

В Украине немедленного решения требуют проблемы защиты имущественных прав вкладчиков неплатежеспособных банков, прав миноритарных акционеров и предупреждения случаев рейдерства. Важное значение имеют также адаптация корпоративного законодательства к европейским стандартам, введение обязательного листинга для публичных акционерных обществ, упрощение процедур для иностранных инвесторов по инвестированию в Украину, создание современной биржевой и расчетной инфраструктур, внедрение на фондовом рынке современных финансовых инструментов.

3. Остановка “бегства” отечественного капитала за границу и стимулирование возврата выведенных капиталов. Для репатриации отечественного капитала, в первую очередь, необходимо провести дерегуляцию и либерализацию бизнес-среды. Ведь в настоящее время наличие жестких норм в сферах ценообразования и конкуренции, широкий охват системой лицензирования разных видов бизнеса, чрезмерно строгий контроль за соблюдением санитарных норм, норм пожарной безопасности, защиты труда и др. не только сдерживают развитие предпринимательства, но и провоцируют “бегство” капитала за границу. Актуальна также амнистия капитала, приобретенного некриминальным путем, что требует создания адекватного организационно-правового механизма для декларирования и легализации вывезенных ранее капиталов. В частности, следует предусмотреть освобождение от налогообложения легализованных средств, которые инвестируются в реальный сектор экономики и долгосрочные финансовые инструменты. В то же время остановке “бегства” и возврату украинского капитала будут способствовать пересмотр международных договоров об избежании двойного налогообложения с оффшорными юрисдикциями, налаживание международного обмена налоговой информацией и взаимной помощи при решении налоговых и уголовных вопросов. Решению этой задачи будет способствовать имплементация положений типового Соглашения ОЭСР об обмене информацией по налоговым вопросам и Конвенции Совета Европы о взаимной административной помощи в налоговых делах.

Последовательное внедрение указанных мероприятий будет способствовать укреплению финансовой системы Украины, уменьшению ее зависимости от внешнего финансирования и смягчению деструктивного влияния долговых процессов на состояние национальной экономики.

Список использованной литературы

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. *Catão 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 [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <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 [Электронный ресурс]. — Режим доступа : <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., Luengaruemitchai 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, No. 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., Luengaruemitchai 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.

Статья поступила в редакцию 11 ноября 2015 г.