

# Вплив акумуляції зовнішніх запозичень на економічне зростання у посттрансформаційних економіках: функціональні зв'язки та емпіричні оцінки

У статті розглядаються теоретичні аспекти впливу на- громадження зовнішнього боргу на економічне зростан- ня в посттрансформаційних економіках. Здійснено за допомогою векторної авторегресії емпіричні оцінки да- ного впливу, а також надано пропозиції щодо регулю- вання зовнішньої заборгованості в контексті глобалізації міжнародних ринків капіталів.

**Ключові слова:** зовнішній борг, посттрансформацій- ні економіки, авторегресія, міжнародні ринки капіталів.

В статье рассматриваются теоретические аспекты влияния нагромаждения внешнего долга на экономиче- ский рост в посттрансформационных экономиках.осу- ществлены с помощью векторной авторегрессии эмпи- рические оценки данного влияния, а также представле- ны предложения относительно регуляции внешней за- долженности в контексте глобализации международных рынков капиталов.

**Ключевые слова:** внешний долг, посттрансформа- ционные экономики, авторегрессия, международные рынки капиталов.

**Постановка проблеми.** Трансформація економічної си- стем пов'язана із реформуванням економічних, політичних, фінансових та соціальних інститутів і потребує значних фі- нансово-кредитних ресурсів. Відсутність їх у розпорядженні держав із посттрансформаційною економікою сприяє ши- рокому використанню зовнішніх запозичень як вагомому методу мобілізації ресурсів. Проте варто зазначити, що від- критість досліджуваних економік для потоків капіталу спри- чинила не лише зростання інвестицій та зовнішнього боргу, а й посилила вразливість економік до зовнішніх шоків.

Кредитна експансія у посттрансформаційних економіках була наслідком об'єктивних процесів: швидкого економічно- го зростання, розширення міжнародної торгівлі та євро інте- граційних процесів. Однак не варто забувати, що акумуляція зовнішніх запозичень, як і будь-який економічний процес у державі, має свої специфічні наслідки. Одним із неодно- значних є наслідок зростання боргу для економічного зро- стання.

**Аналіз досліджень та публікацій з проблеми.** Дослі- дження зовнішнього боргу та його основних макроеконо- мічних ефектів становить інтерес для економістів різних наукових шкіл та поколінь. Серед сучасних вітчизняних нау- ковців проблематику впливу запозичень на економічне зро-

стання висвітлювали Т. Богдан (Вахненко) [1], О. Горобець [2], Н. Кравчук [3], В. Козюк [4], В. Шевчук [9]. Серед зару- біжних вчених важливий внесок мали праці А. Смирнова [8], К. Патілілю [15], Е. Боренштейна [12], Д. Віллануева [14], Е. Карагол [13] та інших. Основну увагу вчені акцентували на дослідженні теоретичних механізмів впливу боргу на еко- номічне зростання, проте більший інтерес становлять ста- тистичні оцінки даного впливу і його кількісні визначники.

**Метою статті** є теоретичний та емпіричний аналіз впли- ву зовнішніх запозичень на економічне зростання у пост- трансформаційних економіках із врахуванням сучасних тенденцій посткризового відновлення економік.

**Виклад основного матеріалу.** В більшості теоретичних моделей потоки зовнішніх запозичень мають позитивний ефект на економічне зростання. В традиційних неокласич- них моделях зростання, що передбачають достатню мобіль- ність капіталу або можливість країни позичати чи надавати позики, наслідком запозичень є збільшення короткостроко- вого зростання. Це є стимулом для країн із недостатнім рів- нем капіталу (ресурсів) для запозичень та інвестування, ос- кільки граничний продукт капіталу початково перевищує світову процентну ставку. Збільшення вартості міжнародно- го капіталу, що зменшує наступні запозичення, призводить до зменшення довгострокового зростання. В даному кон- тексті зазначимо, що надання фінансової допомоги світовими фінансовими установами (МВФ, Світовий банк та ін.) по- зитивно впливає на економічне зростання, проте лише за умови раціональної урядової політики та сприятливих умов у макроекономічному середовищі [11].

Більшість досліджень показують, що вплив зовнішньої за- боргованості на економічне зростання відбувається за раху- нок інвестиційних каналів. По-перше, обслуговування над- мірної заборгованості може безпосередньо зменшити ви- трати бюджетних ресурсів на інвестиції, що необхідні для сти- мулювання економічного зростання. По-друге, висока за- боргованість приватного сектору заважає залучати інвести- ції, розширювати виробництво і збільшувати зайнятість на- селення, причиною цього є невизначеність в діях уряду щодо обслуговування великого зовнішнього боргу [18; 19]. В да- ному напрямі вітчизняні науковці виділяють три підходи до значущості державного боргу для економіки країни (рис. 1).

Крім інвестиційного виділяють ще два канали впливу кре- дитного ринку на економічне зростання:

## ІННОВАЦІЙНО-ІНВЕСТИЦІЙНА ПОЛІТИКА

1. Нагромадження капіталу. Кредитний ринок впливає на економічне зростання через норму формування капіталу шляхом зміни норми заощаджень або шляхом перерозподілу заощаджень серед капіталу, що породжує технології.

2. Технологічні інновації. Кредитний ринок виступає джерелом фінансування інновацій [5].

О. Горбець, за допомогою статистичних методів визначила, що між часткою оплати праці та обсягом державного боргу спостерігається обернена залежність, тобто із збільшенням частки державного боргу частка оплати праці в обсязі ВВП знижується. А при значних обсягах державних заборгованостей, особливо на етапі обслуговування та повернення позик, держава змушена підвищувати податкової ставки з метою мобілізації ресурсів для обслуговування боргу, що відповідно знижує заробітну плату та підприємницькі доходи. Отже, в короткостроковій перспективі вплив державного боргу на розподіл ВВП майже не спостерігається. В довгостроковій перспективі при збільшенні боргових зобов'язань

держави відбувається перерозподіл ресурсів між факторами праці та капіталу.

З погляду теоретичної цінності доцільно розглянути модель надмірного зовнішнього боргу. Це розширена модель Солоу – Свона (неокласична модель зростання), яка пояснює рух боргу та капіталу за умови надмірної заборгованості країни (рис. 2). В т. А показники зовнішнього боргу та капіталу є вищими ніж їх сталі відповідники  $k^*$  і  $d^*$ . Причиною даної ситуації є акумуляція зовнішньої заборгованості. Внаслідок закономірного зростання економіки  $k$  прямує до  $k^*$ , показник заборгованості  $d$  початково перевищує  $d^*$ , а згодом наближається до сталого рівня. Після обмеження доступу до міжнародних фінансових ринків по причині політичної нестабільності або в разі виникнення фінансової кризи (таку ситуацію ми спостерігали в 2008–2009 рр.), збільшення загроз фінансовій системі, або інших як внутрішніх, так і зовнішніх шоків, уряд змушений обмежити зростання капіталу та боргу, наші показники знаходяться нижче

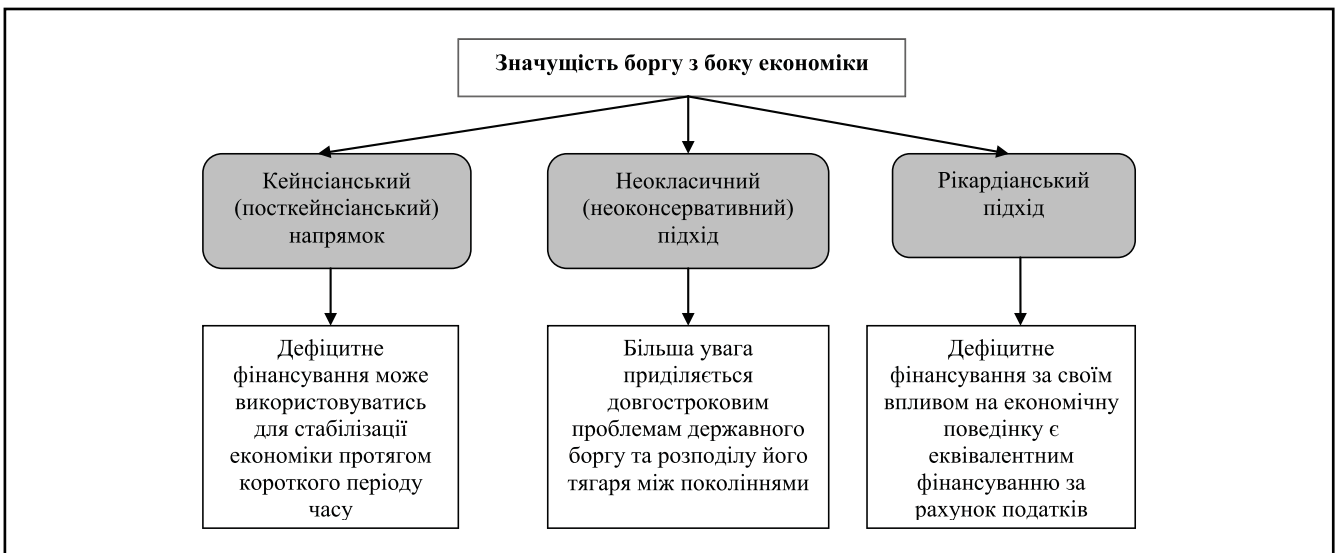


Рисунок 1. Теоретичні підходи до значущості боргу в розрізі економічного зростання країни\*

\* Складено автором за: [10, с. 9].

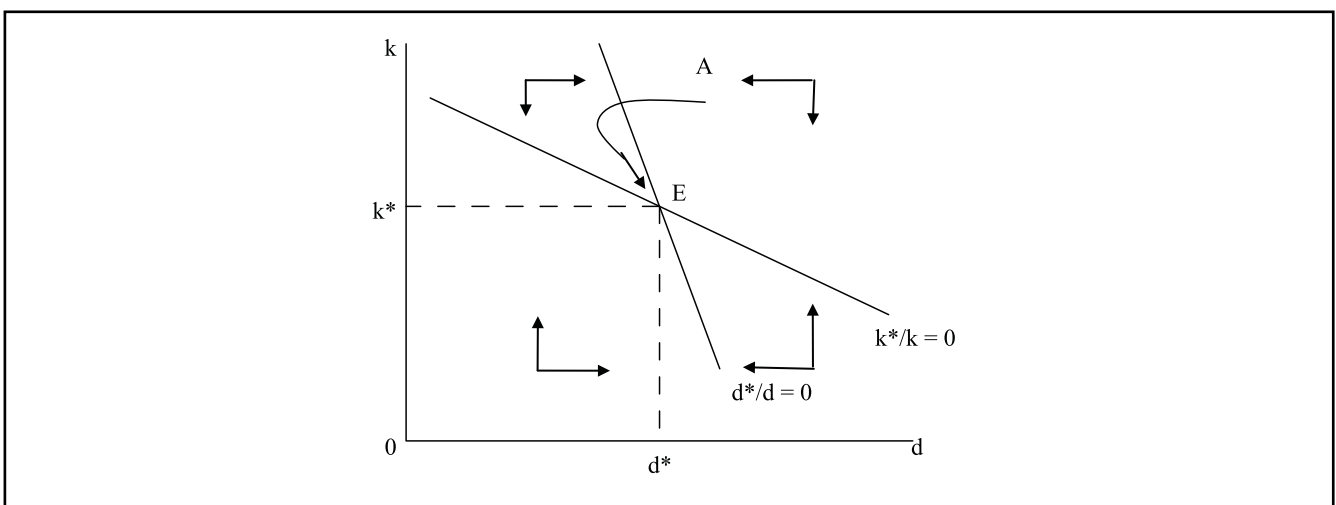


Рисунок 2. Модель функціонування надмірного зовнішнього боргу за Вілануєва (Villanueva)

За: [14].

точки Е (точка рівноваги, або точка оптимального обсягу за-позичень для країни).

Проте одразу ж після стабілізації економічної ситуації та відкриття доступу країни до закордонних фінансових активів країна знову позичатиме кошти, аж доки рівень боргу не досягне сталого рівня, а згодом перевищить стабільний рівень (дану модель можна адаптувати до подій 2008–2011 років, зокрема це стосується надання Україні кредитів МВФ) [14].

З іншого боку, збільшення ВВП традиційно вважається чинником зменшення зовнішнього боргу, однак наслідком успішного розвитку реального сектору може стати залучення іноземного капіталу на фондовий ринок, що збільшує зовнішньоборгові зобов'язання і може стати джерелом макрофінансових ризиків у разі відпливу капіталу.

За допомогою споживчого кредитування та відповідних зовнішніх запозичень відбулося у 2008–2010 роках, на думку В. Шевчука, справжнє «проїдання» вітчизняного ВВП [9, с. 163]. Науковець застерігає, що незалежно від можливих інтерпретацій відсутність інвестиційного спрямування запозичень банківської системи підкреслює їх «проїдальний» характер. В підсумку, якщо зовнішні запозичення збільшують продуктивні інвестиції, то наступне збільшення ВВП (еквівалентом якого може бути промислове виробництво) збільшує експорт і забезпечує безпроблемне обслуговування зовнішнього боргу. (Для прикладу: Норвегія в середині 80-х років залучала іноземні позики на рівні 10% ВВП для розробки нафтових родовищ Північного моря. У післявоєнний час успішне використання іноземних запозичень демонстрували Японія та країни Південно-Східної Азії. Проте за останні два десятиліття у країнах, що розвиваються, та з посттрансформаційною економікою не було прикладів успішного використання зовнішніх запозичень для збільшення інвестиційного потенціалу, особливо у розвиток технологічного сектору [9, с. 162].)

Отже, збільшення дефіциту бюджету та нарощування державного боргу позитивно впливають на економічну динаміку лише у короткостроковому періоді, в довгостроковому основні макроекономічні показники погіршуються. Основними каналами негативного впливу експансійної фіскальної політики є підвищення рівня реальних відсоткових ставок і збільшення обсягів податкових вилучень, що знижує динаміку економічного розвитку.

Важливим аргументом на користь акумуляції зовнішніх запозичень є те, що запозичення під час економічних спадів служить цілям стабілізації економіки, бо перешкоджає різкому падінню сукупного попиту. Тобто зростання державних видатків викликає кількаразове зростання сукупних витрат й обсягу ВВП. Відтак попит на кредитні ресурси та їх пропозиція на міжнародних ринках насамперед залежать від загальноекономічної ситуації та фази економічного циклу.

З іншого боку, якщо відбувається суттєве зростання ВВП, а частка державного боргу у ВВП не збільшується, то зростання абсолютного розміру державного боргу жодною мірою не свідчить про погіршення стану боргової безпеки [7, с. 13]. Тобто якщо темпи економічного зростання вищі, а реальні процентні ставки, під які розміщуються державні запозичення, нижчі, такий тип фінансування бюджетного дефіциту виправдовує себе. У разі, коли економіка держави виявляє незначне зростання або перебуває у стані стагнації, фінансування витрат з обслуговування й погашення державного боргу має проблематичний характер і визначення межі державної заборгованості набуває особливої актуальності. С. Марченко вважає, що у стабільних умовах країна може і далі збільшувати державний борг, зокрема і зовнішній, якщо стійкий середній темп приросту експорту перевищує середній рівень відсотка за наданими позиками, а також коли ефективність використання запозичених коштів більша від рівня відсоткової ставки за цими ж позиками [7, с. 14].

Щодо емпіричних тестувань розглянутих вище думок та теоретичних аспектів впливу акумуляції боргу на економічне зростання ми не знайшли відповідних досліджень у працях вітчизняних науковців, проте дане питання широко розглядалося іноземними дослідниками (табл. 1). Зокрема, Е. Карагол емпірично проаналізував зв'язок зовнішнього боргу у довгостроковому і короткостроковому періоді за допомогою VAR-моделей (векторної авторегресії), розроблених для Туреччини, і визначив, що у довгостроковому періоді обслуговування зовнішнього боргу негативно впливає на економічне зростання [13].

Коли зовнішній борг досягає позначки 60% від ВВП, річне економічне зростання зменшується в середньому на 2%, коли борг досягає 90% від ВВП, рівень економічного зростання зменшується вдвое [15].

**Таблиця 1. Результати емпіричних досліджень зв'язку зовнішнього боргу та економічного зростання**

Дата публікації дослідження	Автор дослідження	Період і база дослідження	Результати
1990	L. Geiger	1974–1986 9 країн Пн. Америки	Існує статистичний значущий двохсторонній зв'язок між борговим навісом і економічним зростанням
1993	D. Cohen	1965–1987 81 країна, що розвивається	Зовнішній борг не впливає на зростання ВНП
1996	P. Afxentiou, A. Serletis	1970–1980 55 менш розвинутих країн	Немає суттєвого зв'язку між зовнішнім боргом та доходом
1996	A. Fosu	1970–1986 Арабські країни	Кошти обслуговування зовнішнього боргу зменшує зростання випуску продукції через зменшення продуктивності
2002	E. Karagol	1965–2001 Туреччина	Обслуговування боргу негативно впливає на економічне зростання у довгостроковій перспективі

Систематизовано автором за: [13; 14; 17; 19].

## ІННОВАЦІЙНО-ІНВЕСТИЦІЙНА ПОЛІТИКА

Науковці МВФ вважають, що значний обсяг боргу в країнах з низьким рівнем доходу обмежує можливість держави забезпечувати виконання соціального пакету послуг, таких як освіта. Також значні обсяги запозичень зменшують економічне зростання через сповільнення темпів акумуляції людського капіталу [15]. Коригування макроекономічних диспропорцій за наявності вагомого боргового навантаження, на думку Т. Богдан, викликає значні труднощі, адже зростання рівня відсоткових ставок стає стійким і призводить до підвищення боргового коефіцієнта і темпів інфляції. В сучасних умовах надмірні державні позики витісняють із кредитних ринків корпоративних позичальників, оздоровлення фінансового стану яких має ключове значення для відновлення світової економіки [1, с. 19].

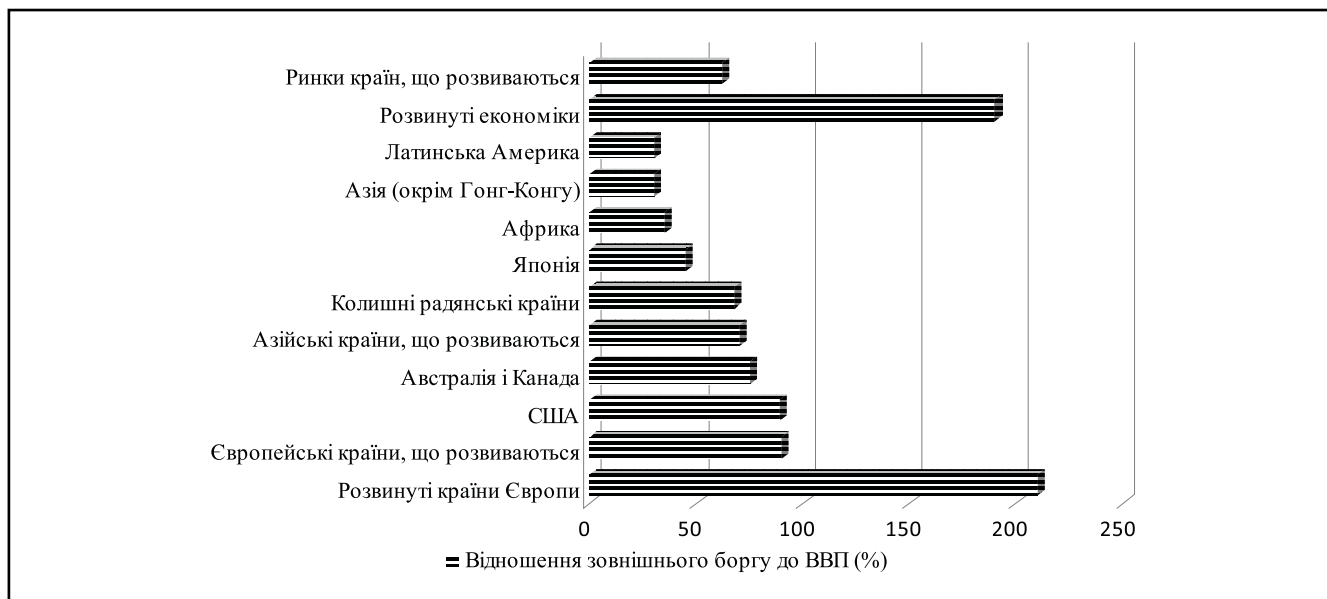
У докризовий період економіки більшості країн характеризувалися помірним борговим навантаженням (співвідношення боргу до ВВП). Однак застосування фіскальних стимулів та витрачання державних коштів на підтримку фінансового сектору призвели до істотного зростання державної заборгованості, підвищення ризиків «зараження» економік та нової хвилі фінансової кризи, початковим етапом якої стане боргова криза європейських країн. Російські науковці на основі моделі перколяції та з застосуванням степенного закону розподілу глобального боргу (= 62,5 трлн. дол.) розрахували, що «глобальна» криза настане через 56 місяців, або через 4,5 року, і розпочнеться з боргової кризи та дефолту низки країн [8, с. 27].

Аналізуючи рис. 3, зазначимо, що багато розвинутих економік, особливо в Європі, на даний час обтяжені надзвичайно великими рівнями зовнішнього боргу (що досягає 200% від ВВП). Країни з посттрансформаційною економікою (Україна, Росія, Польща, Чехія, Словаччина, Словенія, Румунія та ін.) також характеризуються надмірним зовнішнім боргом і досить низьким рівнем ВВП на одну особу в порівнянні з розвинутими європейськими країнами (рис. 4).

Для більш детальної оцінки боргового навантаження економіки та можливості виникнення боргової кризи необхідно проаналізувати основні показники самодостатності зовнішнього боргу (боргової безпеки). Порівнюючи показники України та Польщі (табл. 2), зауважимо, що Україна по всіх показниках перевищує порогові, тобто безпечні, значення для зовнішнього боргу.

Для Польщі відношення зовнішнього боргу до ВВП є незначним, проте небезпечним є відношення боргу до експорту та імпорту товарів та послуг, адже відомо, що основну частину платежів з обслуговування зовнішнього боргу беруть на себе платники податків (просте населення) та великі компанії-експортери.

Висока питома вага зовнішнього боргу має негативний вплив на економічний розвиток країни, оскільки призводить до передачі частини національного доходу за межі країни, загострює проблеми з платіжним балансом, сприяє розгортанню валютних криз, а також зумовлює суттєву залежність



**Рисунок 3. Відношення зовнішнього боргу до ВВП: середні значення для 59 країн\*, 2010 рік**

\* Побудовано автором за: [17].

**Таблиця 2. Показники самодостатності зовнішнього боргу України та Польщі\*, 2010 рік**

Показники	Порогові значення	Україна	Польща
Відношення зовнішнього боргу до ВВП, %	50	91,63	29,19
Відношення зовнішнього боргу до експорту та імпорту товарів та послуг, %	250	395,9	344,2
Зовнішній борг на одну особу, \$	200 (для України)	2290	5231
Співвідношення планових платежів з обслуговування боргу до експорту, %	300	–	–

Розраховано автором за даними Національного банку України та Польщі

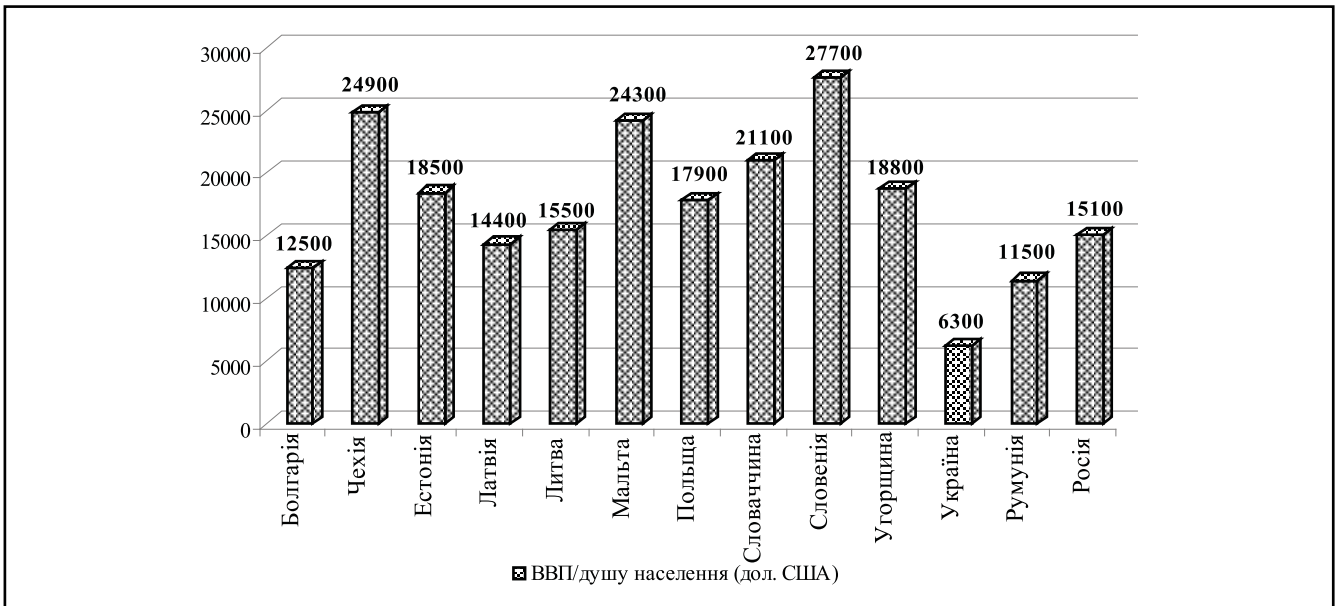


Рисунок 4. Показник ВВП на душу населення у посттрансформаційних економіках\* у 2010 році

\* Побудовано автором за даними Світового банку.

обслуговування зовнішнього боргу, від динаміки курсу національної грошової одиниці.

Для емпіричних оцінок впливу накопичення боргу на економічне зростання в посттрансформаційних економіках ми здійснили низку емпіричних тестувань.

Аналізуючи отримані результати зазначимо, що обидві побудовані регресійні моделі вказують на міцний, прямопропорційний зв'язок між економічним зростанням та акумуляцією зовнішніх запозичень.

$$y = 2.2791e^{0.1888x} \quad (1)$$

Високий коефіцієнт детермінації ( $r = 0,46$ ) вказує на адекватність побудованої моделі (рис. 5а). Зауважимо, що зв'язок для України є більш щільним (рівня 1).

$$y = 14.63 + \frac{(-11.40)}{x} \quad (2)$$

Модель взаємозв'язку для Польщі (рівня 2) також є достовірною, про що свідчить високий коефіцієнт детермінації ( $r = 0,88$ , рис. 5б).

Для більш детального аналізу чинників економічного зростання в посттрансформаційних країнах ми використали інструментарій макроекономічного моделювання (пакет Eviews) і розробили VEC-моделі (векторні авторегресії). Вихідними даними для дослідження обрано дані динаміки основних макроекономічних показників України, Польщі, Чехії та Росії, а саме: ВВП, зовнішній борг, обмінний курс національних валют до долара США та динаміка експорту.

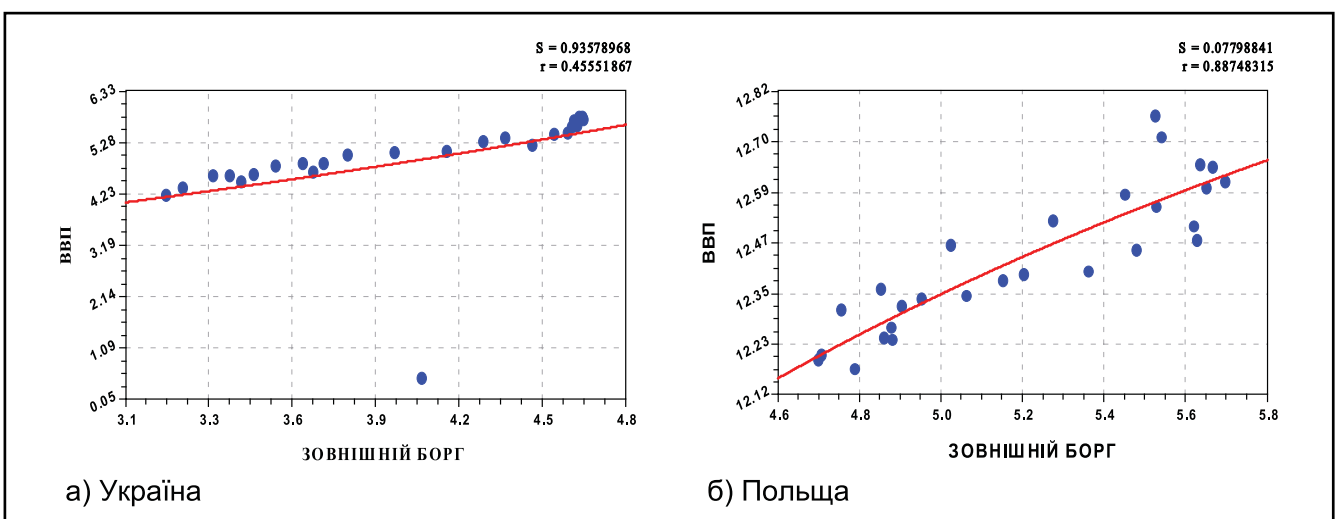
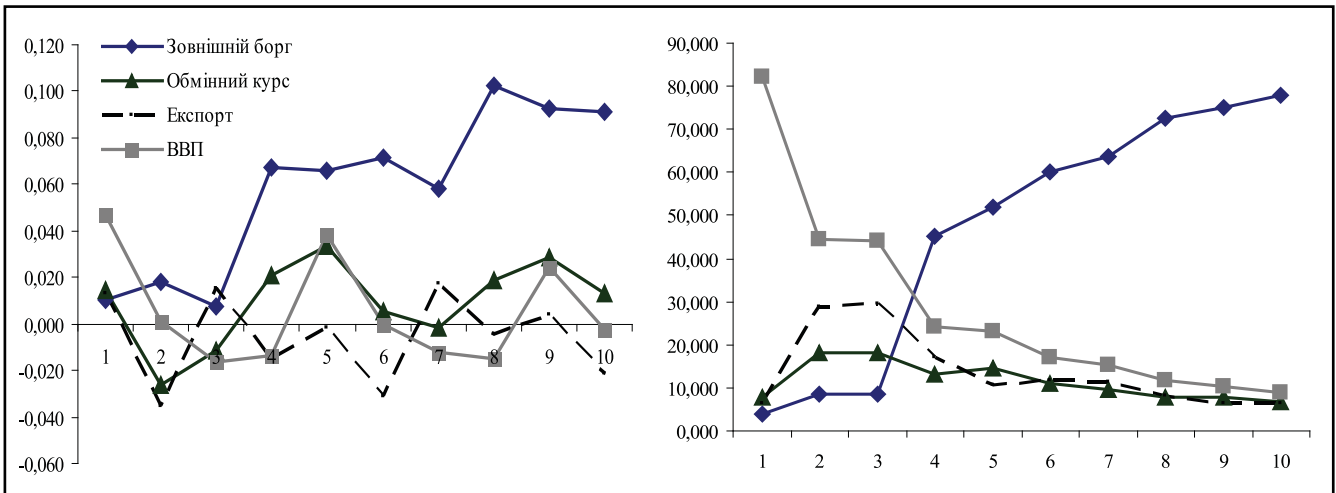


Рисунок 5. Залежність динаміки ВВП від акумуляції зовнішнього боргу<sup>1\*</sup>

\* Розраховано автором за допомогою інструментарію нелінійного прогнозування.

<sup>1</sup> Для розрахунку зв'язку між зовнішнім боргом та ВВП України та Польщі використано нелінійне програмування та статистичні дані зібрані з офіційних сайтів Міжнародного валютного фонду та національних банків досліджуваних країн. Статистична вибірка становила 7 років (1 квартал 2003 року – 4 квартал 2010 року). Для зручності розрахунків дані були прологарифмовані.



**Рисунок 6. Чинники економічного зростання в Україні (оцінки VEC)<sup>2</sup>**

<sup>2</sup> Для кожної залежної змінної подано імпульсні функції, що характеризують залежність від інших залежних змінних (ліворуч), а також декомпозицію залишків, що характеризує вагу кожного чинника у змінах залежної змінної (праворуч). Використано VEC-модель з двома лагами.

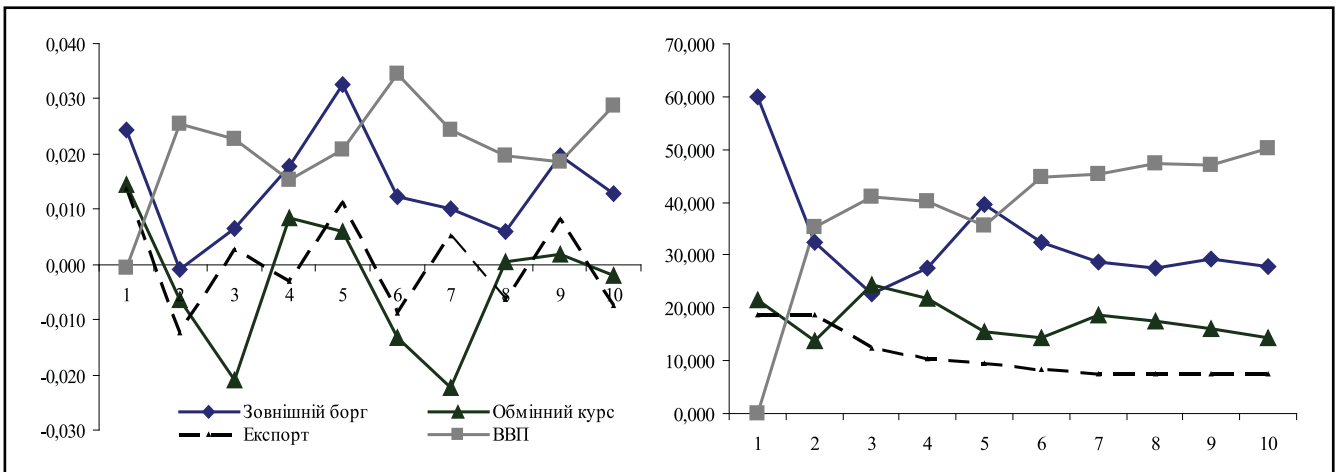
Найвагомішим чинником економічного зростання в Україні є зовнішній борг (визначає близько 70% зміни ВВП) та експорт (визначає близько 10% зміни ВВП), проте вага експорту як чинника економічного зростання послаблюється з періодами (від 30% у 2004 році до 10% у 2010 році). Зауважимо, що динаміка ВВП України прямо залежить від динаміки зовнішнього боргу (рис. 6), а також від коливань обмінного курсу гривні. Отримані результати переконливо засвідчують, що економічне зростання в Україні в більшій мірі залежить від фінансових показників або ж результатів діяльності фінансового сектору та спекулятивних валютних операцій ніж від діяльності реального сектору економіки, розвиток якого забезпечує стабільний розвиток економіки і забезпечує робочі місця.

Для Польщі зовнішній борг є найвагомішим чинником економічного зростання, він здійснює позитивний вплив на динаміку ВВП і визначає близько 30% його зміни. Проте на відміну від України, даний вплив послаблюється з періодом (рис. 7). Негативним є вплив динаміки обмінного курсу національної грошової одиниці (злотого), а вплив експорту є незначним (вага даного показника в зміні динаміки ВВП дорівнює близько 5%).

Аналізуючи результати проведеного дослідження для Чехії (рис. 8), зазначимо, що чинниками економічного зростання для даної країни є експорт та обмінний курс, натомість зовнішній борг негативно впливає на динаміку ВВП, а посилення даного впливу відбувається в період світової фінансової кризи.

Збільшення експорту стимулює зростання ВВП і даний позитивний вплив посилюється, його вага в декомпозиції залишків стрімко зростає протягом періоду і надалі сягає 40%. Вага зовнішнього боргу та обмінного курсу крони в декомпозиції залишків в останньому періоді майже однаково і коливається в межах 20%.

Основними чинниками економічного зростання в Росії (рис. 9) є експорт (вага даного чинника в декомпозиції залишків дорівнює близько 60%) та зміни обмінного курсу рубля до долара США (вага динаміки обмінного курсу в динаміці ВВП дорівнює близько 20%) проте даний чинник здійснює негативний вплив на економічне зростання. Зауважимо, що зовнішній борг складає незначну частку в динаміці ВВП Росії (близько 3%).



**Рисунок 7. Чинники економічного зростання в Польщі (оцінки VEC)**

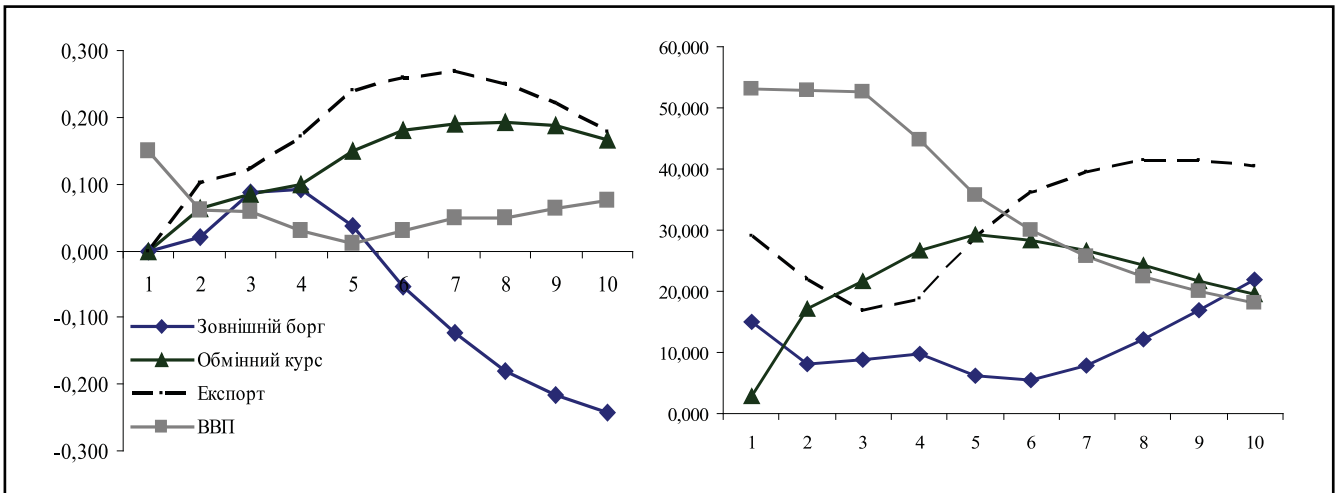


Рисунок 8. Чинники економічного зростання в Чехії (оцінки VEC)

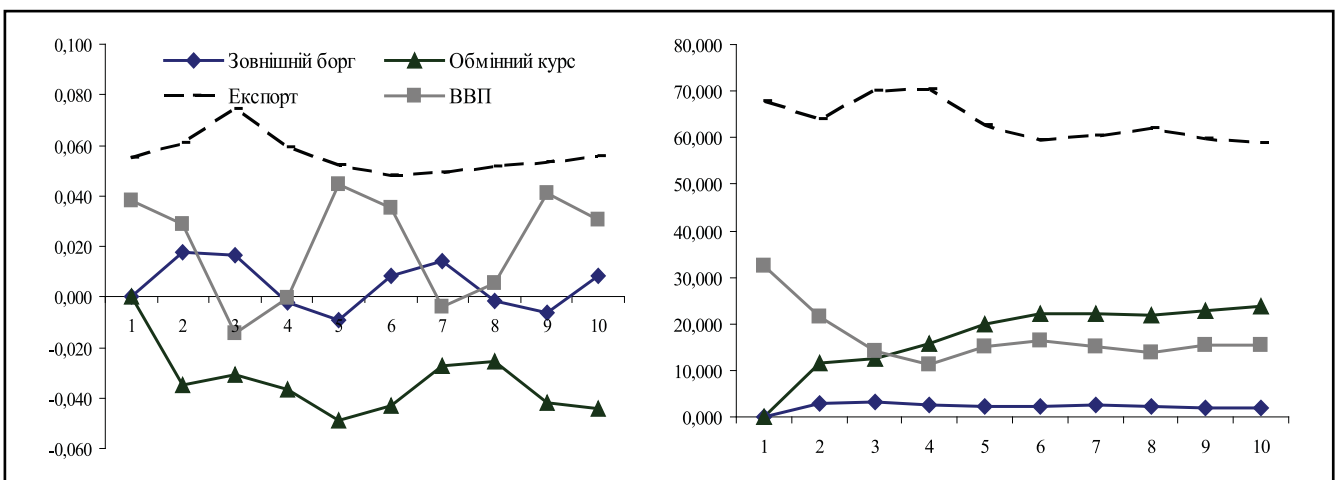


Рисунок 9. Чинники економічного зростання в Росії (оцінки VEC)

Отже, проведені економетричні тестування чинників економічного зростання в країнах з посттрансформаційною економікою засвідчили, що накопичення зовнішніх запозичень стимулює економічне зростання в Україні та Польщі, для Чехії даний вплив не простежується, а у випадку Росії цей вплив є незначним. Вагомим є висновок, щодо незначної ваги експорту в динаміці ВВП України та Польщі, це ще раз підтверджує гіпотезу про те, що надмірне зростання ВВП в посттрансформаційних країнах на передодні кризи відбувалося за рахунок курсових коливань національних валют і фінансових впливів з-за кордону. Натомість приклад Чехії та Росії демонструє стрімке економічне зростання за рахунок збільшення промислового виробництва і відповідно експорту, що є підтвердженням загальновідомих теоретичних концепцій економічного зростання країн.

### Висновки

У підсумку зазначимо, що при визначенні оптимальних значень зовнішнього боргу та граничних показників боргового навантаження, насамперед, необхідно брати до уваги класичну теорію боргу, що базується на низці гіпотез, а саме: 1) на обсяг урядових витрат боргова політика не впли-

ває; 2) тимчасове зменшення боргу у поточному періоді передбачає їх збільшення у майбутньому, оскільки борг не може постійно зростати; 3) теперішня вартість підвищення податків дорівнює вартості поточного приросту внутрішнього та зовнішнього боргу. До того ж при визначенні безпечних меж акумуляції зовнішніх запозичень доцільно враховувати загальну економічну ситуацію не тільки в окремо взятій країні, а й цілому світі, зокрема це стосується фаз спаду та піднесення світової економіки, виникнення кризових явищ та врахування сучасних глобальних дисбалансів в системі державних фінансів.

Вітчизняні аналітики для підвищення ефективності регулювання зовнішнього сукупного боргу рекомендують запровадити інтегровану аналітичну систему обліку зовнішніх боргів банків і не фінансових підприємств, а макропруденційні нормативи в сучасних умовах повинні орієнтуватись на зниження системних ризиків і стримування кредитних бумів. Важливе значення для зміцнення економічної бази та підвищення спроможності економіки обслуговувати раніше накопичені борги має посилення інституційної складової видатків бюджету, а також створення нових інститутів контролю за наданням позик та їх раціональним використанням, на зра-

## ІННОВАЦІЙНО-ІНВЕСТИЦІЙНА ПОЛІТИКА

зок Агенції з управління зовнішнього боргу, що вже успішно діють в Португалії та Великобританії. Оскільки позичкові операції в посттрансформаційних економіках мало впливають на темпи та якість економічного зростання, запозичені кошти спрямовуються на фінансування поточних видатків держав і обслуговування раніше накопичених боргів, що може призвести до розбалансування системи державних фінансів та боргової кризи.

Проблему ефективного використання зовнішніх коштів, а також обслуговування раніше накопичених боргів доцільно розглядати на міжнародному рівні. Зокрема, з метою забезпечення довгострокової стійкості, в даному напрямку доцільно переглянути програми перебудови та часткового списання заборгованості, щодо країн з високою заборгованістю в рамках Паризького і Лондонського клубів, здійснити операції з конверсії заборгованості (на національному рівні), надати фінансову підтримку країнам-боржникам МВФ, за умови здійснення взаємно узгоджених програм структурної перебудови, а також повести міжнародні дипломатичні переговори зі скорочення заборгованості з ініціативи групи G-8 для скорочення обсягу світової заборгованості.

Проте, зазначимо, що потенціал вирішення проблеми ефективного використання запозичених коштів, в розрізі позитивного впливу на економічне зростання, за рахунок лише згаданих вище методів доволі обмежений. Тому, на нашу думку, пріоритетними в даному напрямку є дослідження факторів формування зовнішньої заборгованості у співставленні з тенденціями формування ВВП посттрансформаційних країн, а також аналіз сучасних методів реструктуризації заборгованості відповідно до можливостей держави та пошук альтернативних джерел обслуговування надмірних зовнішніх боргів.

### Література

1. Богдан Т. Регулювання боргових процесів на новому етапі розвитку світової фінансової системи / Т. Богдан // Вісник НБУ. – 2010. – №8. – С. 18–24.
2. Горобець О.Г. Державний борг України та його вплив на розподіл валового внутрішнього продукту / О.Г. Горобець // Актуальні проблеми економіки. – 2005. – №3 (45). – С. 17–23.
3. Іващук О.Т. Кількісні методи фінансового прогнозування боргової стратегії держави: концептуалізація, методологія, практика / О.Т. Іващук, Н.Я. Кравчук // Світ фінансів. – 2004. – №1. – С. 34–47.
4. Козюк В. Боргова політика в системі глобальних макрофінансових процесів / В. Козюк // Світ фінансів. – 2008. – №1. – С. 29–40.

5. Кредит в системі чинників економічного зростання України [Текст]: автореф. дис... канд. екон. наук.08.00.01 / Поченчук Г.М.; КНУ ім. Т. Шевченка. – К., 2007. – 19 с.

6. Макар О. Концептуальні напрями дослідження впливу зовнішнього боргу на економічне зростання / О. Макар: [Електронний ресурс]. Режим доступу: [www.nbuv.gov.ua](http://www.nbuv.gov.ua)

7. Марченко С.М. Індикатори боргової безпеки України / С.М. Марченко // Фінанси України. – 2003. – №12. – С. 9–15.

8. Смирнов А. Кредитный «пузырь» и перколяция финансового рынка / А. Смирнов // Вопросы экономики. – 2008. – №10. С. 4–31.

9. Шевчук В.О. Макроекономічні ризики прискореної акумуляції зовнішнього боргу в економіці України / В.О. Шевчук // Стратегічні пріоритети. – 2009. – №2 (11). – С. 159–166.

10. Юрій С. Управління зростанням на основі боргу і Україна / С. Юрій // Журнал Європейської економіки. – 2007. – №1 (Том 6). – С. 6–27.

11. Crowdhury R. External debt and growth in developing countries. A sensitivity and causal analysis / World institute for development economies research. discussion paper No. 2001/95. September 2001. P. 1–45.

12. European sovereign debt crisis / New York Times. January 2011: [Електронний ресурс]. Режим доступу: [topics.nytimes.com](http://topics.nytimes.com)

13. Karagol E. A critical review of external debt and economic growth relationship: a lesson for indebtedness countries: [Електронний ресурс]. Режим доступу: [www.econmodels.com](http://www.econmodels.com)

14. Mariano R., Villanueva D. Sustainable external debt levels: Estimates for selected Asian countries. Singapore Management University. – March 23. – 2005. – P. 25, 10–11 p.

15. Pattillo C., Poirson H., Ricci L. What Are the Channels Through Which External Debt Affects Growth? // IMF Working Paper. – January 2004. – С. 3–4.

16. Pogarska O., Segura E. Ukraine. Macroeconomic situation / The Blayzer foundation. January 2011: [Електронний ресурс]. Режим доступу: [www.enparoma.org](http://www.enparoma.org)

17. Reinhart C., Rogoff K. Growth in time of debt. January 2010: [Електронний ресурс]. Режим доступу: [www.economics.harvard.edu](http://www.economics.harvard.edu)

18. Serven L. Uncertainty, Instability and Irreversible Investment: Theory, Evidence and Lessons for Africa / World Bank Policy Research Working Paper. – 1997. – No. 1722.

19. Tsintzos P. Does public debt affects inflation uncertainty / International research journal of finance and economics. Issue 16 (2008): [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.eurojournals.com>