

В. ХОРОШКОВСЬКИЙ

### **ДЕРЖАВНІ ЗАПОЗИЧЕННЯ УКРАЇНИ: ВИКОРИСТАНІ МОЖЛИВОСТІ ЧИ ВТРАЧЕНІ ШАНСИ?**

*Поглиблення системної кризи в Україні супроводжувалось обвальною нестачею фінансових ресурсів, яка була і причиною, і наслідком цієї кризи. Залишившись після розпаду СРСР без золотовалютних резервів, наша країна була змушена вдатися до практики державних запозичень. Які ж уроки винесено з набутого досвіду мобілізації грошових ресурсів?*

Державні позики (кредитні відносини, в яких позичальником чи кредитором виступає держава або її місцеві органи) ще з середніх віків є одним з найпоширеніших засобів акумуляції грошових ресурсів, необхідних для розв'язання загальнодержавних проблем. Нині практично всі промислово розвинені країни своїми економічними успіхами тією чи іншою мірою завдячують ринкам циклічних внутрішніх або зовнішніх запозичень, які вдало функціонують протягом десятиліть і навіть століть.

Особливої актуальності цей засіб мобілізації грошових ресурсів набуває у періоди надзвичайних подій — під час суспільних заворушень, природних катаклізмів тощо. Так, уже хрестоматійними стали дані про частку коштів, отриманих у результаті державних позик, у загальному обсязі державних витрат під час великих воєн. У роки Першої світової війни ця частка становила у США 61 %, Великій Британії — 68 %, Франції — 81 %, Німеччині — 84 %. У роки Другої світової війни за рахунок державних позик було покрито 54 % усіх державних витрат Сполучених Штатів, 50 % — Великої Британії, 61 % — Німеччини та 58 % — Японії.

Підтвердженням величезних розмірів сучасних ринків державних запозичень є загальна сума зобов'язань по всіх проведених емісіях державних облігацій, яка на межі другого та третього тисячоліть перевищила, за оцінкою експертів, 15 трлн доларів. Ця сума еквівалентна сукупному обсягу валового внутрішнього продукту США та країн регіону ЄВРО. В самих тільки Сполучених Штатах, де вже кілька років поспіль державний бюджет є профіцитним, величина державного боргу сягає 3,6 трлн доларів, що становить майже 40 % ВВП країни (а в 1980 р. борг не перевищував 710 млрд, або 26,1 % ВВП).

Позичаючи кошти, держава (якщо в неї є можливість вибору) має визначитися з оптимальними для неї параметрами кредиту. А вони, як відомо, розрізняються:

— *за місцем розміщення* — на внутрішні (тобто такі, що надаються і погашаються у національній валюті) і зовнішні;

— *за терміном погашення* — на короткострокові (з терміном обертання до 1 року), середньострокові (від 1 до 5 років) і довгострокові (понад 5 років);

— *за видами дохідності* — на дисконтні (дохід від яких формується як різниця між ціною покупки та номіналом і виплачується при погашенні облігації), відсоткові (власники яких

отримують твердий дохід за фіксованими ставками) й виграшні (за якими дохід сплачується при виході облігацій у тираж погашення);

— *за формою* — зазвичай форма державних позик — грошова, хоча в умовах знецінення грошей вона може бути й натуральною<sup>1</sup>;

— *за характером* — добровільні й примусові. Як правило, позики мають добровільний характер, оскільки держава пропонує прибуткові умови розміщення капіталу з гарантованим доходом;

— *за типом кредитора* — органи грошово-кредитного регулювання, комерційні банки, інші частини сектора державного управління, нефінансові державні установи, нефінансові приватні підприємства і домашні господарства (у разі внутрішніх запозичень) та міжнародні організації економічного розвитку, органи управління іноземних держав, іноземні комерційні банки та іноземні фірми (якщо йдеться про зовнішні запозичення).

За роки свого існування як незалежної держави Україна встигла отримати майже всі різновиди кредитів, за винятком натуральних та виграшних<sup>2</sup>. На різних етапах розвитку, залежно від поточних проблем держави і стану справ на світових ринках капіталу, перевага віддавалась якомусь одному типу запозичень (за можливості доступу України до обраного різновиду ресурсів).

Зрозуміло, що з огляду на стан економіки та її нагальні проблеми наша держава найбільше зацікавлена в отриманні довгострокових низькопроцентних кредитів. Що ж до вибору місця розміщення, то при вирішенні цього питання доводиться брати до уваги різні фактори. Так, необхідно враховувати, що в результаті зовнішніх запозичень надходження коштів спричиняє зростання загального обсягу фінансових ресурсів країни, а це дає змогу збільшити сумарний попит держави на товари й послуги вітчизняного виробництва або оплатити імпорт. Збільшення припливу іноземної валюти сприяє зміцненню національної грошової одиниці. Зиск від надання кредитів (у вигляді плати за обслуговування) мають при цьому іноземці, до яких по закінченні терміну кредиту повертаються кошти.

Що ж до внутрішніх запозичень, то вони уможливають перерозподіл наявних у країні ресурсів між секторами економіки. Однак це не супроводжується зростанням загального попиту. Надмірний розвиток ринку внутрішніх запозичень зумовлює скорочення інвестицій у виробництво. Зиск від надання кредитів мають національні агенти, а капітал після використання залишається в країні.

**Якщо** аналізувати можливості поповнення державної скарбниці за рахунок внутрішнього ринку, то тут варто розглянути два варіанти.

Перший — **запозичення у центрального банку країни, або «емісійне» фінансування**. Практично всі країни колишньої Ради Економічної Взаємодопомоги на першому етапі реформування своїх економік пережили період «емісійного» фінансування. Тобто держава для покриття своїх видатків вдавалась до випуску в обіг додаткової кількості грошових знаків, які мали примусовий курс.

Одержуючи чистий емісійний дохід за рахунок різниці між величиною вартості отримуваних матеріальних цінностей та витратами на виготовлення грошових знаків, держава немовби встановлювала своєрідний податок. Однак у платників податків при цьому створювалась ілюзія, ніби вони взагалі не сплачують податків. Крім того,

отримання емісійного доходу коштує державі дешевше, ніж утримання податкового апарату.

Але емісійне фінансування, тобто утворення надлишкової грошової маси, є найпотужнішим інфляційним чинником, дія якого зумовлює швидке зменшення емісійного доходу держави внаслідок зниження купівельної спроможності грошей, що перебувають в обігу. Якщо у відповідь на це держава вдається до нових емісій, друкуючи паперові гроші дедалі вищого номіналу, то розкручується інфляційна спіраль, внаслідок якої гроші поступово втрачають здатність виконувати свої функції. Кінцевий результат — порушення безперервності процесу відтворення та балансу інтересів його суб'єктів, інтенсифікація перерозподільчих процесів, поглиблення галузевих диспропорцій, стимулювання некерованих процесів в економічному та суспільному житті країни.

Ці теоретичні положення Україна перевірила на практиці відразу після проголошення незалежності, коли тільки-но створений Національний банк України, залишаючись підзвітним Верховній Раді, повністю забезпечував фінансування дефіциту Державного бюджету країни. У ті роки (1992—1994) інфляція (точніше — гіперінфляція) у нашій країні сягала рівня 10000 %, а в обігу перебували купюри номіналом 1 млн крб, які обмінювалися на 5—6 дол. Це було проявом руйнівності постійного застосування «емісійного» фінансування, яке призводить до нестабільності економічного середовища: спад економіки України в той період становив 50 %.

Наочно проявилися численні негативні наслідки гіперінфляції. Адже вона обмежує довгострокову кредитну діяльність; зумовлює зростання контрактних витрат; призводить до виробничих шоків (через те, що учасники ринку втрачають здатність орієнтуватися у змінах попиту і пропозиції в умовах значних змін базових цін); стимулює переливання ресурсів із галузей виробництва до сфери фінансових послуг з метою так званого хеджування<sup>3</sup>; спотворює систему цін, бухгалтерського обліку, податкової системи та оцінки реальних запасів в економіці; скорочує сферу грошового обігу, викликаючи появу та поширення натурального обміну; у зовнішньоекономічній сфері погіршує торговельний баланс, що і в теорії, і на практиці неминує призводить до виснаження державних резервів та девальвації національної валюти; зумовлює доларизацію економіки.

Отже, стало ясно, що емісійне фінансування не можна розглядати як прийнятний шлях поповнення державної скарбниці. Саме тому в 1995 р. було покладено край практиці друкування надмірної кількості грошових знаків в Україні.

Другим варіантом використання резервів внутрішнього ринку є **запозичення коштів у національній банківській системі та в національному небанківському секторі**. Йдеться про залучення тимчасово вільних коштів підприємств та мобілізованих банками грошових накопичень держави і приватного сектора. Для цього уряд може емітувати та постачати на внутрішній ринок державні цінні папери (облігації, казначейські векселі тощо), номіновані в національній валюті.

Однією з головних переваг запозичень на внутрішньому ринку капіталів є неемісійний характер коштів, які залучаються до бюджету. Державні облігації використовуються як безризикові активи та найліквідніші фінансові інструменти і водночас стають ефективним засобом реалізації урядом обраної монетарної політики та підтримки оптимальних для кожного періоду рівня ліквідності банківської системи і курсу національної валюти. На думку прихильників класичної теорії розвитку ринку капіталів, ці фактори є універсальними: вони мають бути чинними в усіх країнах, де є хоча б зародкові ринки капіталу.

За одностайним твердженням теоретиків практично всіх економічних шкіл, розміщення державних облігацій на внутрішньому ринку капіталів, на протигагу поповненню бюджету за рахунок простої грошової емісії, справляє на уряд дисциплінарний вплив, оскільки змушує його не тільки дбати про повернення кредитів, а й платити ринкову ціну за отримані кошти. Тимчасовий перерозподіл коштів на користь держави забезпечує її фінансовими ресурсами для розв'язання нагальних загальнодержавних завдань, тим самим створюючи передумови для подальшого економічного зростання, яке, зі свого боку, має гарантувати їй можливість розплатитися з кредиторами із зиском для них. Основним атрибутом ринку внутрішніх запозичень, який успішно функціонує, вважається отримання доходів від використання залучених коштів в обсягах, що перевищують вартість обслуговування та погашення державних зобов'язань. Інакше кажучи, реальна ставка відсотка за державним боргом має утримуватися на рівні, що не перевищує реальних темпів економічного зростання.

Звичайно, в країнах, де економіка та ринок внутрішніх державних запозичень функціонують нормально, можливі й окремі винятки з цього загального правила. Вони найчастіше бувають пов'язані з факторами сезонного характеру (коли короткострокові позики залучаються для покриття нерівномірності в надходженні доходів до бюджету протягом одного фінансового року) або з надзвичайними подіями (у випадку необхідності залучення грошей населення для фінансування воєнних кампаній чи ліквідації наслідків стихійних катастроф).

Крім того, виправданою може бути й короткострокова розбудова ринку державних запозичень у тому разі, коли на зміну стабільним темпам економічного зростання з тих чи інших причин приходить спад. За таких умов тимчасове зниження податкового тягара і забезпечення стабільності національної валюти має стимулювати вітчизняних виробників і сприяти якнайшвидшому поверненню до попереднього високого рівня ВВП. А зібрані на внутрішньому ринку кошти можуть бути використані як компенсація тимчасового скорочення податкових ставок і відповідного зниження обсягу надходжень до бюджету<sup>4</sup>.

Специфікою трансформаційних процесів у постсоціалістичних країнах стало порушення співвідношення між дохідністю облігацій і темпами зростання ВВП. А це ситуація, коли уряд змушений брати на себе дедалі нові зобов'язання для обслуговування старих боргів, тобто випускати нові облігації, щоб з допомогою отриманих коштів розплатитися з власниками облігацій попередніх емісій.

За умови збереження оптимального співвідношення між темпами збільшення ставок обслуговування та економічного зростання регулярна пропозиція з боку уряду облігацій з фіксованим доходом уможливорює створення класичної інфраструктури фондового ринку і являє собою дієвий засіб реалізації державою обраної монетарної політики. Регулюючи обсяг і ставки розміщення облігацій державної позики, емітент має можливість підтримувати коротко- та довгострокову ліквідність банківської системи країни на рівні, необхідному для ефективного обслуговування потреб економіки. Водночас він зв'язує надлишкову ліквідність, яка на цей період не може бути засвоєна кредитним ринком країни, а також допомагає центральному банку країни підтримувати оптимальну ціну грошових ресурсів у національній валюті (шляхом встановлення облікової та дисконтної ставок), опосередковано визначаючи рівень доступності банківських кредитів для господарських одиниць.

Крім того, держава може використовувати грошові кошти, отримані від розміщення державних облігацій, як засіб цілеспрямованого регулювання параметрів курсу національної валюти: вимиваючи більш-менш значну частину грошової маси з валютного

ринку, за відсутності на ньому нерезидентів, державні цінні папери забезпечують на якийсь час підтримку на ньому такої кон'юнктури, за якої вільно конвертована валюта навіть у разі посилення інфляційних очікувань не зустрічає адекватного попиту з боку утримувачів національної валюти. Автоматичне зміцнення курсу національної валюти усуває необхідність валютних інтервенцій з боку центрального банку. Зрештою створена завдяки внутрішнім запозиченням кон'юнктура валютного ринку стає надійною перепоною для конвертації національної валюти у тверду й подальшої її втечі на менш ризиковані ринки короткострокових кредитних ресурсів за кордон.

При цьому, навіть не емітуючи облігації зовнішньої позики або облігації в іноземній валюті, держава може впливати на масштаби надходження валюти шляхом встановлення певної відсоткової ставки на свої облігації, деноміновані у національній валюті. Якщо ця ставка вища від ставки на аналогічні цінні папери інших країн, то іноземні інвестори можуть віддати перевагу першим, оскільки прибуток від них вищий. Для придбання таких облігацій іноземні інвестори змушені купувати національну валюту країни, в якій випускаються привабливі облігації, і розраховуватися нею за ці облігації. Збільшення продажу національної валюти означає, що попит на неї зростає, як наслідок, підвищується її ціна, тобто зростає обмінний курс.

Втім, відзначаючи ряд істотних переваг внутрішніх державних запозичень (порівняно з «емісійним» фінансуванням державного боргу), і вчені, і практики звертають увагу також і на цілу низку їхніх негативних наслідків. У довгостроковому аспекті — це вимивання ресурсів з кредитування реального сектора (так званий ефект витіснення), що супроводжується пригніченням виробництва, а також призводить до різкого зростання внутрішнього боргу. У короткостроковому аспекті — прискорення припливу портфельних (спекулятивних) капіталів, наслідком чого стає зменшення експорту і зростання імпорту. До того ж короткострокові капітали створюють додатковий тиск швидких виплат за зобов'язаннями.

Необхідною передумовою розбудови ринку внутрішніх запозичень є наявність у країні фінансового ринку, передусім міцного банківського сектора, покликаного бути посередником у процесі мобілізації заощаджень та капіталу й наданні кредитів на комерційних умовах. Тим часом у 1992 р., навіть незважаючи на те, що в Україні було 130 комерційних банків, приблизно 95 % операцій з приймання вкладів і надання позик залишались прерогативою чотирьох великих спеціалізованих державних банків. Комерційні ж дуже довго залишалися незначними за розміром кредитними спілками, які обслуговували обмежені групи державних підприємств. На момент проголошення незалежності України Національний банк робив лише перші кроки, і навіть через 5—6 років усю банківську систему нашої держави можна було порівняти з якимсь середнім за розмірами банком будь-якої країни Євросоюзу.

Серйозною перешкодою для запозичень у небанківському секторі досі лишається недовіра населення до державних органів, значно підсилена повним знеціненням внаслідок гіперінфляції заощаджень радянських часів у державному ощадному банку. Примусове ж залучення коштів населення шляхом широкомасштабної затримки платежів державою у формі багатомісячних невиплат зарплат, пенсій, соціальних платежів не тільки загрожує вибухом соціального невдоволення, а й через зниження платоспроможного попиту значної частки населення стає гальмом процесів економічного розвитку. Оскільки досі не відпрацьовано економічного механізму реалізації інвестиційної політики в Україні, відсутній блок стимулювання масового інвестора.

Тепер розглянемо варіанти поповнення державної скарбниці за рахунок зовнішнього ринку. Перший з них — **двосторонні урядові кредити**.

Пряме державне кредитування на дво- чи багатосторонній основі веде свою історію з часів Першої світової війни. Але найбільшого розмаху воно набуло в перші роки після Другої світової, коли Сполучені Штати Америки, перетворившись на світового кредитора, фінансували повоєнну відбудову багатьох країн. Загалом же державні кредити (які формуються за рахунок частини національного доходу, акумульованого через держбюджет) у широких масштабах надаються переважно по лінії допомоги країнам, які розвиваються.

Від моменту проголошення незалежності України за міжнародними та міжурядовими домовленостями їй було відкрито 11 іноземних кредитних ліній на загальну суму понад 2,5 млрд доларів. Нашу країну кредитували Росія, Японія, Туркменистан, США, Німеччина, Італія, Франція...

Найдавнішим і найбільшим кредитором України була і залишається Російська Федерація, борг перед якою з 1993 р. до кінця тисячоліття стабільно перевищував 2 млрд доларів, часом зростаючи до 3 млрд (як це сталося у 1999 р.). У 1993 р. він становив майже три чверті всієї зовнішньої заборгованості України (2,7 млрд доларів). У подальшому частка заборгованості перед Росією ставала чимраз меншою: 56 % — у 1994 р., 36 % — у 1995, 27 % — у 1996, досягши свого найменшого значення у 1998 р. — 16,5 %<sup>5</sup>.

Так сталося не внаслідок сплати Україною боргів, а завдяки збільшенню загальної суми боргу в результаті запозичень з інших джерел. Аналогічним чином скорочення суми боргу, яке фіксувалося в окремі роки (1997 і 1998), також не було результатом повернення Україною боргів Росії, а зумовлювалося взаємозаліками, пов'язаними з розподілом Чорноморського флоту і перебуванням флоту РФ на території України, та іншими формами негрошових розрахунків. Самі ж борги спочатку акумулювалися, згодом реструктурувалися, далі знову накопичувались і знову реструктурувались, як це сталося, наприклад, з боргами російському «Газпрому».

Вперше на виконання підписаної 20 березня 1995 р. міждержавної угоди з Росією про реструктуризацію боргу «Газпрому» (за імпортований в 1993—1994 рр. газ) Україна здійснила емісію 280 тис. облігацій зовнішньої державної позики (10 серій по 4 транші) номіналом 5 тис. доларів кожна. Платежі на суму 1,13 млрд доларів були реструктуровані так, що наша країна взяла на себе зобов'язання виплатити Росії за 10 років (починаючи з 1997) 1,4 млрд доларів. У 1995—1996 рр., згідно з угодою, треба було виплачувати лише відсотки по облігаціях, встановлені на рівні 8,5 % річних. Починаючи з 1997 р., український уряд мав щоквартально погашати пакет облігацій на суму 35 млн доларів. Термін остаточного погашення, згідно з умовами першої реструктуризації боргів за енергоносії, був призначений на 2007 р.

Спочатку (особливо в перші роки, коли суми виплат були незначними) Україна справно повертала гроші, скоротивши суму своєї заборгованості за облігаціями до 1,015 млн доларів. Але на межі тисячоліть, зіткнувшись із необхідністю занадто великих (порівняно з доходами бюджету) зовнішніх виплат, вона відмовилася від обслуговування державних облігацій, причому не тільки «газпромівок», а й євробондів. Повторна реструктуризація боргів Росії за газ, отриманий за 7 років до того, відбулась у 2000 р. За прогнозами песимістів, вона була не останньою.

Аналогічна доля спіткала й інші складові заборгованості України перед Росією. Зокрема, після проведення у 1997 р. клірингу взаємних зобов'язань України і Росії було реструктуровано на 20 років залишок заборгованості України — 1,9 млрд доларів. За досягнутою міжурядовою домовленістю, з 1 січня 1998 р. ця частина державного боргу має погашатися шляхом щорічного заліку платежів за оренду Росією військово-морських баз Чорноморського флоту на території України (97,75 млн доларів на рік). У 2001 р. Україна й Росія знову повернулися до проблеми боргів.

Неспроможність нашої країни вчасно розраховуватися з кредитором цілком закономірно актуалізує питання економічних та політичних (у найгіршому варіанті — і територіальних) поступок. Інтереси Росії в Україні, попри численні офіційні запевнення у братській дружбі, досить чітко визначені — магістральні нафто- й газопроводи, металургійні комплекси, військові бази й морські порти, плюс, по суті, ідеологічна залежність.

Російський бізнес, який однозначно заявив про свій інтерес до отримання у власність чи контролю привабливих українських підприємств (у тому числі за рахунок погашення державних боргів), на противагу західному інвестору, не боїться нашого непередбачуваного і невизначеного економічного простору: він формувався ще в більш несприятливих умовах, а тому має значно чіткіше відпрацьований механізм отримання прибутку в умовах нестабільності, ніж український капітал. Для нашого сусіда, найактивнішого торговельного партнера і найбільшого кредитора, недосконалість українського державного управління навіть вигідна. Адже відсутність у нас сучасних знань і вмінь щодо реалізації політичних та економічних узгоджень дає змогу використовувати різноманітні інструменти боргового й політичного тиску.

На думку відомого політолога Збігнева Бжезінського, «...життєво важливі для Росії інтереси пов'язані з поверненням України зрештою у спільний загін. Те, що Україна згодом буде якимось чином «реінтегрована», залишається догматом віри багатьох представників російської політичної еліти»<sup>6</sup>. Цілком відверто щодо цього висловлюється консультант російської Думи А. Дугін: «Україна як держава не має жодного геополітичного сенсу... Існування України в теперішніх межах і з теперішнім статусом «суверенної держави» тотожне нанесенню жахливого удару по геополітичній безпеці Росії, рівнозначне вторгненню на її територію»<sup>7</sup>.

Таким чином, зростання боргової (так само, як і енергетичної) залежності України від Росії приховує небезпеку для самостійного розвитку української економіки (і не тільки економіки).

Тим часом після російської фінансової кризи 1998 р. та невдалої спроби чергової реструктуризації власних зовнішніх боргів у 2000 р. Росія на тривалий час втратила можливість, навіть за найпалкішого бажання, надавати нам кредити. На жаль, з огляду на результати співпраці між західними бізнесовими колами та українськими державно-олігархічними структурами, до кредитування нашої держави втратили інтерес й інші потенційні позикодавці.

Другий, досить поширений варіант залучення акумульованих за межами країни вільних фінансових ресурсів — це **запозичення на міжнародному кредитному ринку**. Найчастіше вони здійснюються у формі синдікованих<sup>8</sup> та фідучіарних<sup>9</sup> позик, а також у формі емісії цінних паперів — бондів (облігацій), векселів, акцій тощо.

На відміну від двосторонніх урядових кредитів, запозичення на міжнародному кредитному ринку не несуть у собі загрози політичній незалежності отримувача коштів і не передбачають будь-яких територіальних, політичних чи ідеологічних поступок. Порівняно ж із кредитами міжнародних фінансових організацій перевагою банківських кредитів є їх більша доступність (для платоспроможних шукачів) та необумовленість стабілізаційними програмами. Недоліком запозичень на міжнародному ринку капіталу є їх дорожнеча і недоступність для країн з низькою платоспроможністю.

Платоспроможність країн визначається як спеціальними рейтинговими агентствами, так і Міжнародним валютним фондом. Якщо перші визначають її у формі кредитного рейтингу, то МВФ це робить шляхом надання (або ненадання) своїх кредитів країнам, які звертаються до нього по фінансову допомогу.

Суверенний рейтинг (Sovereign Ceilings for Foreign Currency Rating) — оцінка загальної здатності емітента сплатити свої фінансові зобов'язання — присвоюється спеціальними рейтинговими агентствами, найвідомішими серед яких є Standard & Poors, Moody's, Nippon та Fitch IBCA. Ці та інші агентства оцінюють кредитоспроможність країн, які звертаються до них, на основі цілої низки критеріїв. Частина цих критеріїв — переважно макроекономічних — може бути об'єктивно виміряна (наприклад, рівень інфляції, заборгованість по зарплаті та заборгованість між підприємствами, відношення державного боргу до ВВП чи резервів іноземної валюти до імпорту) і відстежена в динаміці. Водночас експертами рейтингових агентств враховуються і фактори, які важко піддаються кількісній оцінці, наприклад правова система чи політична стабільність.

Присвоєння чи зміна суверенного рейтингу є не лише кількісною оцінкою іміджу країни на міжнародній арені, а й визначальним фактором доступності та вартості обслуговування зовнішніх запозичень.

Як правило, східноєвропейські країни, які розпочинали перебудову своїх економік, не маючи рейтингової історії, отримували спочатку дуже низькі рейтинги. Наприклад, такими були перші рейтинги Польщі й Литви. На думку рейтингових агентств, це зумовлювалося труднощами в управлінні на етапі економічної трансформації, звуженням традиційних ринків збуту та неадекватними правовими системами. Однак ці країни дуже швидко піднялися на рейтинговій шкалі, невдовзі отримавши кредитні рейтинги інвестиційного характеру.

На жаль, рейтингова історія України характеризувалась прямо протилежними тенденціями. Отримавши у листопаді 1997 р. свій перший доволі високий рейтинг <sup>10</sup> від японського рейтингового агентства Nippon Investor Services під випуск «самурай-бондів», наша країна менш як за рік примудрилася довести його до дуже низького рівня. Не кращими були і зміни в оцінках агентства Moody's: воно кілька разів ревізувало свою оцінку, щоразу в бік зниження. За дуже короткий проміжок часу Україна змінила категорію на шкалі рейтингів на міжнародному ринку позичкових капіталів, перемістившись з «інвестиційної якості» в категорію «із значними спекулятивними характеристиками».

Сьогодні Україна оцінюється як країна з 80—100-процентним ризиком для інвестицій, з непривабливим інвестиційним кліматом, недосконалим законодавством, відсутністю належної банківської системи та ринкової інфраструктури, зловживаннями та корупцією, недосконалою структурою економіки, незавершеною приватизацією стратегічних підприємств.



Крім рейтингів, на готовність потенційних кредиторів надавати кошти (взагалі чи під конкретний відсоток) впливають і відносини країни, яка претендує на позику, з Міжнародним валютним фондом. Адже він за взаємною згодою держав-членів здійснює функцію моніторингу макроекономічних показників країн, що є його членами, і кредитує тільки ті країни, які реалізують схвалені ним стабілізаційні програми. Будь-яка відкрита Фондом кредитна лінія полегшує отримувачу коштів доступ на світовий ринок позичкових капіталів: з погляду потенційних кредиторів кредит МВФ є немовби свідченням платоспроможності кредитованої ним країни.

**Запозичення у міжнародних фінансових організацій (МВФ та Світового банку) — третій варіант поповнення державної скарбниці за рахунок зовнішніх надходжень.** Сьогодні це чи не єдиний доступний для нас засіб залучення коштів до Державного бюджету. Умови надання і обслуговування пропонує двома міжнародними установами кредитів, а також доцільність їх залучення нашою країною та ефективність використання — тема окремого дослідження.

---

*В. Хорошковський*

Державні запозичення України: використані можливості чи втрачені шанси?

Резюме

Розглядаються різні форми державних запозичень. Аналізується практика залучення кредитних ресурсів з різноманітних джерел в Україні.

*V. Khoroshkovsky*

Ukraine's state loans:  
used possibilities or missed chances?

Summary

Different state loans are discussed. Practice of credit attractions from different resources in Ukraine is analyzed.

---

© *ХОРОШКОВСЬКИЙ Валерій Іванович. Кандидат економічних наук. Заступник глави Адміністрації Президента України (Київ). 2002.*

---

<sup>1</sup> [\[до тексту\]](#) У Радянському Союзі перша державна позика була проведена в травні 1922 р.: її обсяг становив 10 млн пудів жита, а термін обертання — 8 місяців. У 1923р. були проведені хлібна й цукрова державні внутрішні позики.

<sup>2</sup> [\[до тексту\]](#) Питання про примусовий характер реструктуризованих боргів залишається дискусійним.

- <sup>3</sup> [\[до тексту\]](#) Підтвердженням цього стало зростання кількості банків у період високої інфляції та їх поступове зникнення у процесі стабілізації.
- <sup>4</sup> [\[до тексту\]](#) Так, зокрема, економічно доцільним є використання залучених під випуск облігацій коштів для закриття або реструктуризації окремих збиткових підприємств чи навіть галузей з тим, щоб скоротити майбутні бюджетні витрати.
- <sup>5</sup> [\[до тексту\]](#) Статистика Міністерства фінансів України.
- <sup>6</sup> [\[до тексту\]](#) Бжезинский З. Великая шахматная доска. — М., 1999.
- <sup>7</sup> [\[до тексту\]](#) Дугин А. Основы геополитики. — М.:АРКТОГЕЯ-центр, 1999. — С. 130.
- <sup>8</sup> [\[до тексту\]](#) Кредит, що надається кількома кредиторами (банками, іншими фінансово-кредитними інститутами), об'єднаними у синдикати, пули або консорціуми. Надається одному позичальнику, як правило, для фінансування великих проектів.
- <sup>9</sup> [\[до тексту\]](#) Кредит, умови надання якого пов'язані з іншою операцією.
- <sup>10</sup> [\[до тексту\]](#) Своїм вищим стартовим рейтингом Україна певною мірою завдячувала успіхам, досягнутим на той час тими ж Польщею, Литвою та Чехією у трансформації своїх економік.