

Наталія Слав'юк

ЗОВНІШНІ ДЕРЖАВНІ ЗАПОЗИЧЕННЯ ТА ЕКОНОМІЧНИЙ РОЗВИТОК КРАЇНИ

У монографії розглянуто актуальні питання залучення зовнішніх державних запозичень. Визначено сутність та форми зовнішніх державних запозичень, показники оцінювання впливу зовнішньої державної заборгованості на економіку. Досліджено тенденції державної заборгованості у країнах Європейського Союзу, США, Японії. Проаналізовано стан та проблеми зовнішнього державного боргу України. Рекомендовано напрями поліпшення управління зовнішніми державними запозиченнями та шляхи підвищення результативності використання зовнішніх державних запозичень в Україні.

Видання адресовано науково-педагогічним працівникам, студентам і аспірантам закладів вищої освіти.

Рецензенти:

Льчук В. П., доктор економічних наук, професор,
завідувач кафедри фінансів, банківської справи та страхування
Чернігівського національного технологічного університету

Ланко О. О., доктор економічних наук, професор,
професор кафедри економіки та підприємництва
Національного технічного університету України
«Київський політехнічний інститут імені Ігоря Сікорського»

*Рекомендовано до друку Вченою радою
Національного університету
«Киево-Могилянська академія»
(протокол № 11 від 20 грудня 2018 р.)*

Вступ	4
Розділ 1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ОСНОВИ ДОСЛІДЖЕННЯ ЗОВНІШНІХ ДЕРЖАВНИХ ЗАПОЗИЧЕНЬ	7
1.1. Сутність та форми зовнішніх державних запозичень	7
1.2. Значення зовнішніх державних запозичень для економічного розвитку країни	23
Розділ 2. ОЦІНЮВАННЯ ВПЛИВУ ЗОВНІШНІХ ДЕРЖАВНИХ ЗАПОЗИЧЕНЬ НА ЕКОНОМІКУ КРАЇНИ	43
2.1. Сучасні підходи щодо оцінювання впливу обсягу зов- нішніх державних запозичень на економіку країни.....	43
2.2. Взаємозв'язок зовнішніх державних запозичень та розвитку економік країн світу	69
2.3. Стан і структура зовнішніх державних запози- чень в Україні	90
Розділ 3. ВДОСКОНАЛЕННЯ УПРАВЛІННЯ ЗОВНІШНІМИ ДЕРЖАВНИМИ ЗАПОЗИЧЕННЯМИ	113
3.1. Основні напрями поліпшення управління зовнішніми державними запозиченнями	113
3.2. Підвищення результативності використання зов- нішніх державних запозичень в Україні	138
Висновки	148
Список використаних джерел	151
Додатки	167
Summary	171

ВСТУП

Фінансові системи більшості країн світу в умовах глобалізаційних процесів характеризуються зростанням обсягів використання зовнішніх державних запозичень. Державний борг є важливим елементом фінансових систем та дієвим інструментом макроекономічної політики держави. В Україні упродовж останніх років спостерігається стійка тенденція до збільшення розміру зовнішньої державної заборгованості. Важливим і неоднозначним є питання значення державних запозичень та особливостей їх впливу на економічні процеси, на міжнародну конкурентоспроможність країни. Багато науковців різних шкіл і напрямів наголошували на негативному значенні використання державних позик, оскільки це посилює загрозу фінансовій безпеці економіки країни. Водночас окремі автори обстоювали думку, що залучення коштів у формі зовнішнього державного боргу має і позитивний вплив на макроекономічні процеси, зокрема через формування додаткових фінансових ресурсів держави. Зростання обсягу зовнішнього державного боргу зумовлює необхідність дослідження ролі державних запозичень на світових фінансових ринках та аналізу їхнього впливу на економіку країн.

Важливе значення державної заборгованості у фінансово-економічній системі зумовило постійну увагу науковців до проблеми визначення обсягів та значення запозичень у економіці країн світу. Проблеми державної заборгованості широко досліджували зарубіжні вчені, зокрема такі, як Р. Барро, Е. Боренштайн, П. Бун, І. Драйн,

В. Істерлі, П. Кругман, С. Набі, У. Паніцца, Ф. Паулюс, К. Рогофф, К. Рейнхарт, Д. Сакс, Ф. Тарп, Г. Хансен.

Значну увагу дослідженню державного боргу приділили такі вітчизняні науковці-економісти, як О. І. Барановський, Т. Г. Бондарук, Т. П. Богдан (Вахненко), В. Ю. Дудченко, Н. В. Зражевська, В. В. Козюк, Г. В. Кучер, І. О. Лютий, О. Д. Рожко та ін.

Незважаючи на значний обсяг досліджень проблем зовнішньої державної заборгованості у вітчизняній та зарубіжній літературі, питання впливу державної заборгованості на економіки країн нині є дуже актуальним. Важливим є дослідження сучасного значення зовнішньої державної заборгованості у світовій економічній системі, визначення напрямів оптимізації залучення державних запозичень та їхніх обсягів із метою забезпечення підвищення конкурентоспроможності економіки країни.

Нарощення державної заборгованості є звичайним явищем у посткризовий період. Фінансова криза 2008–2009 років спричинила значні темпи зростання державного боргу різних країн світу. Зовнішні державні запозичення часто використовували для подолання поточних потреб держави у фінансових ресурсах, що зумовило накопичення боргів та спричинило низку негативних наслідків для економічної стабільності країн Європейського Союзу зокрема. Однак ми би хотіли звернути увагу, що роль державних запозичень в економічному розвитку країн є суперечливою.

У монографії досліджено значення зовнішньої державної заборгованості для економічного розвитку країн. Зовнішні державні запозичення можуть бути додатковим фінансовим ресурсом для фінансування розвитку різних галузей і проєктів. Однак, з огляду на зростання державної заборгованості в різних країнах світу, і в Україні зокрема, зростає необхідність обмеження розмірів державних запозичень і ефективного управління державним боргом.

Зовнішні запозичення можна використовувати для підвищення конкурентоспроможності економіки країни лише

за умови встановлення граничних обсягів, індивідуальних для кожної країни, і контролю за ефективністю їх використання. Саме тому значну увагу в дослідженні приділено питанням вдосконалення управління та методам зниження державної заборгованості.

Монографія розрахована на широке коло читачів, що ознайомлені з основами державних фінансів. Книга може бути цікавою для науковців, викладачів та студентів закладів вищої освіти економічного профілю, усіх, хто цікавиться проблемами зовнішньої державної заборгованості та їхнім впливом на економічний розвиток країни.

Авторка висловлює щирю подяку рецензентам, кафедрі фінансів Національного університету «Києво-Могилянська академія» за допомогу та сприяння у підготовці монографії.

ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ОСНОВИ ДОСЛІДЖЕННЯ ЗОВНІШНІХ ДЕРЖАВНИХ ЗАПОЗИЧЕНЬ

1.1. Сутність та форми зовнішніх державних запозичень

Світова економіка перебуває у постійному розвитку, розширюються фінансові ринки, з'являються нові інструменти. Кредит є звичайним явищем існування світового господарства. Остання економічна криза звернула увагу на негативні аспекти надмірного використання кредитних ресурсів як окремими суб'єктами господарювання, так і урядами країн. Проте беззаперечним є факт, що кредит є важливим елементом економічної системи.

Уряди країн, як і суб'єкти господарювання, в усі часи залучали додаткові фінансові кошти. Зростання обсягів державних запозичень у минулих століттях було пов'язане з військовими діями або природними катаклізмами. Важливим елементом державний кредит є і у періоди економічної нестабільності, коли наявних ресурсів у країні бракує для фінансування державних потреб. Для покриття бюджетних дефіцитів країни вдаються до запозичень на внутрішніх і зовнішніх ринках капіталів.

Упродовж усієї історії існування державних запозичень їхнє значення для економічного розвитку країн викликало дискусію у науковців. Із розвитком економічної науки зростають дослідження і у сфері державної заборгованості.

У своєму дослідженні ми хочемо звернути увагу на зовнішні державні запозичення як важливий елемент залучення додаткових фінансових ресурсів, визначити їхню сутність та складові елементи, проаналізувати дослідження економістів-науковців щодо місця зовнішніх державних запозичень в економіці країн світу.

Варто зазначити, що термін «державні запозичення» хоча й часто використовують у науковій літературі, однак лише незначна кількість авторів надає тлумачення цього поняття.

А. Г. Загородній і Г. А. Вознюк під запозиченнями розуміють фінансові операції, пов'язані з отриманням бюджетом коштів на умовах повернення, платності та строковості, внаслідок яких (операцій) виникають зобов'язання держави чи органів місцевого самоврядування перед кредиторами¹.

А. Н. Азрилян вважає, що запозичення – це позики, залучені від фізичних і юридичних осіб, іноземних держав, міжнародних фінансових організацій, за якими виникають боргові зобов'язання².

Варто зазначити, що науковці, які досліджують проблематику державної заборгованості, не окреслюють суть державних запозичень, акцентуючи увагу на понятті державного боргу.

І. О. Лютий «розглядає державні запозичення як об'єктивне, приаманне ринковій економіці явище». На його думку, державні запозичення являють собою сукупність різноманітних форм і методів фінансових відносин, що в сучасних умовах спрямовані на фінансування державного боргу.

Т. П. Вахненко дає трактування поняття міжнародного кредиту, зовнішнього боргу і також не акцентує увагу на сутності державних запозичень, зазначаючи лише, що зовнішні державні запозичення є потенційним джерелом фінансування дефіциту державного бюджету³.

В. В. Козюк своєю чергою визначає вплив державних запозичень на грошовий сектор економіки, проте у своїй монографії надає трактування лише державного боргу⁴.

Н. В. Зражевська приділяє увагу державному кредиту і державному боргу, широко використовує термін «зовнішні державні запозичення», проте також не тлумачить його суть і, власне, ототожнює його із поняттям «зовнішній державний борг», зазначаючи лише, що зовнішні запозичення відіграють важливу роль у реорганізації промисловості країн, що розвиваються⁵.

Проблематику державної заборгованості досліджує і О. І. Барановський. Автор також визначає сутність понять «зовнішній державний

¹ Загородній А. Г. Фінансово-економічний словник / А. Г. Загородній, Г. А. Вознюк. – Київ : Знання, 2007. – 1072 с.

² Большой экономический словарь / под ред. А. Н. Азрильяна. – 7-е изд., доп. – Москва : Институт новой экономики, 2008. – 1472 с.

³ Вахненко Т. П. Моделювання макроекономічних факторів зовнішніх запозичень та їх впливу на розвиток економіки України / Т. П. Вахненко // Економіка України. – 2007. – № 7. – С. 15–24.

⁴ Козюк В. В. Державний борг в умовах ринкової трансформації економіки України : монографія / В. В. Козюк. – Тернопіль : Карт-бланш, 2002. – 238 с.

⁵ Лютий І. О. Державний кредит та боргова політика України : монографія / І. О. Лютий, Н. В. Зражевська, О. Д. Рожко ; за ред. І. О. Лютого. – Київ : Центр учб. літ., 2008. – 351 с.

борг» і «боргова безпека країни», не окреслюючи поняття зовнішніх державних запозичень, проте зауважує, що боргова політика держави має здійснюватись із урахуванням наявної ситуації у «сфері залучення, використання, обслуговування та погашення внутрішніх і зовнішніх запозичень», визначає елементи політики державних запозичень як важливої складової фінансової політики держави та напрями її вдосконалення¹.

У своєму дослідженні міжнародних боргів А. Г. Саркісянц широко використовує термін «державні запозичення», визначає форми державних запозичень, але теж не дає його визначення².

Використовують поняття державних запозичень і А. А. Мазаракі, Н. М. Ушакова, Г. В. Кучер, В. Т. Александров, але не визначають їхню суть, натомість дають визначення таких понять, як державні позики, державний борг, державна заборгованість, внутрішній та зовнішній державний борг, боргові зобов'язання уряду, та наводять класифікацію елементів державного боргу.

Проте в нашому дослідженні ми би хотіли звернути увагу саме на державні запозичення, які є початковим етапом у реалізації боргової політики держави і основою формування державної заборгованості (рис. 1.1).

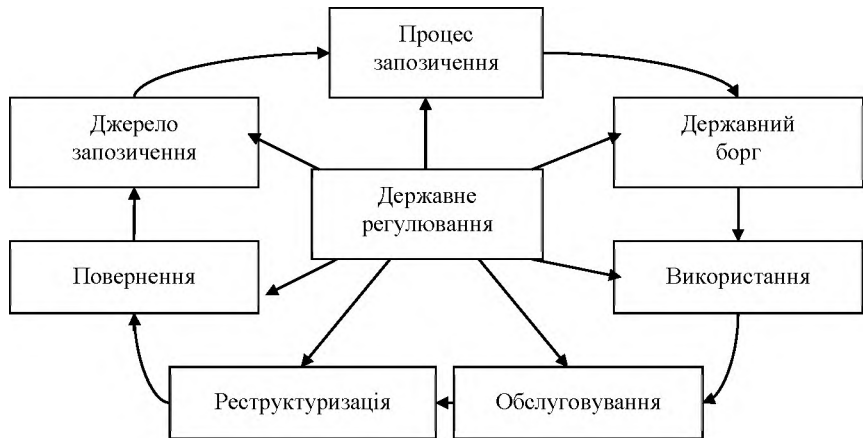


Рис. 1.1. Механізм здійснення державних запозичень

Джерело: розроблено авторкою

¹ Барановський О. І. Фінансова безпека : монографія / О. І. Барановський. – Київ : Фенікс, 1999. – 338 с.

² Саркісянц А. Г. Система международных долгов / А. Г. Саркісянц. – Москва : Изд.-консалтинговая фирма «ДеКА», 1999. – 420 с.

Для здійснення ефективної фінансової політики важливим є регулювання державної заборгованості на усіх етапах: здійснення запозичень, використання державного боргу, контроль за його використанням та повернення залучених коштів.

Варто зазначити, що у світовій практиці належність державних запозичень до зовнішніх визначають у трьох напрямках. Перший базується на валюті, в якій здійснюються державні запозичення, тобто іноземній валюті. Другий – офіційно прийнятий багатьма укладачами офіційної статистики, зокрема описується Міжнародним валютним фондом (МВФ) у «Статистиці державного боргу: посібнику для авторів та користувачів», і ґрунтується на резидентності кредитора. Третє визначення базується на місці випуску і законодавстві, яке регулює борговий контракт. На думку У. Паніцци, перше визначення не є доцільним, оскільки деякі країни здійснюють державні запозичення на внутрішніх ринках в іноземній валюті і, навпаки, почали залучати запозичення на міжнародних ринках у національній валюті. Друге визначення, хоча і є теоретично правильним, проте із розвитком ринків боргових цінних паперів встановлення власника державних облігацій є складним завданням. У сучасній світовій економіці все більшого поширення набуває явище, коли вітчизняні інвестори володіють облігаціями зовнішньої державної позики (далі – ОЗДП) і міжнародні інвестори здійснюють запозичення на національних ринках. Тому окремі автори, зокрема У. Паніцца, Ф. Штурценегер, Дж. Цетельмаєр, схилиються до думки, що класифікація зовнішніх запозичень як запозичень, що здійснюються згідно з умовами іноземного законодавства, є найбільш коректною в умовах глобалізації світових ринків¹.

На нашу думку, зовнішні державні запозичення – це процес залучення фінансових ресурсів від іноземних фізичних та юридичних осіб, урядів країн та міжнародних організацій, який призводить до виникнення зовнішнього державного боргу.

Варто зазначити, що в законодавчих актах різних країн зовнішні державні запозичення мають різноманітне трактування.

Бюджетний кодекс України містить широке визначення терміна «запозичення» та основних умов залучення і кола інституцій, що регулюють цей процес. Згідно з Кодексом, державне запозичення (*англ.* Borrowing adoption) – це «операції, пов'язані з отриманням державою кредитів (позик) на умовах повернення, платності та строковості

¹ Panizza U. International government debt [Electronic resource] / Ugo Panizza, Federico Sturzenegger, Jeromin Zettelmeyer. – Mode of access: http://www.unctad.org/en/docs/osgdp20103_en.pdf.

з метою фінансування державного бюджету»¹. Запозичення (внутрішні та зовнішні) є джерелом фінансування дефіциту бюджету. Державні внутрішні та зовнішні запозичення здійснюються у межах, визначених законом про Державний бюджет України, з дотриманням граничного обсягу державного боргу.

Право на здійснення державних внутрішніх та зовнішніх запозичень належить державі в особі Міністра фінансів України або особі, яка виконує його обов'язки, за дорученням Кабінету Міністрів України².

У Республіці Білорусь зовнішні державні запозичення визначають як процес залучення зовнішніх державних позик, за якими виникають зобов'язання країни³. Причому зовнішні позики тлумачать як позики в іноземній валюті, за якими як позикодавці виступають іноземні держави, міжнародні організації, а також інші нерезиденти країни.

Варто зазначити, що у вітчизняній та зарубіжній науковій літературі існують різноманітні класифікації зовнішніх державних запозичень.

Форми здійснення зовнішніх державних запозичень, які виділяють вітчизняні дослідники, подано на рис. 1.2.



Рис. 1.2. Форми здійснення зовнішніх державних запозичень

Складено авторкою за даними: Чечетов М. В. Бюджетний менеджмент. Ч. 1 : навч. посібник для студентів вузів / М. В. Чечетов, Н. Ф. Чечетова. – Київ, 2007. – 307 с.

¹ Бюджетний кодекс України // Відомості Верховної Ради України (ВВР). – 2010. – № 50–51. – Ст. 572.

² Фінансова енциклопедія / О. П. Орлюк, А. Н. Воронова, І. Б. Заверуха; за заг. ред. О. П. Орлюк. – Київ : Юрінком Інтер, 2008. – С. 56.

³ Закон Республіки Беларусь «О внешнем государственном долге Республики Беларусь», 1998. – № 170–3.

Причому запозичення, які залучає держава як безпосередній позичальник шляхом випуску державних цінних паперів, укладення угод про позику або отримання кредитів розпорядниками бюджетних коштів, утворюють прямі боргові зобов'язання¹. Водночас виділяють ще так звані гарантовані боргові зобов'язання – зобов'язання, що виникають при залученні запозичень юридичними особами та гарантуються державою. Однак у нашому дослідженні ми хочемо акцентувати увагу саме на запозиченнях, що здійснюються державою (прямі боргові зобов'язання).

Міністерство фінансів для подання звітності про стан державного боргу використовує таку класифікацію зовнішньої державної заборгованості (рис. 1.3):



Рис. 1.3. Класифікація зовнішньої державної заборгованості згідно з нормами Міністерства фінансів України

А. Г. Саркісянц виділяє три джерела зовнішніх державних запозичень:

1. Субсидії, які, на його думку, є найбільш вигідним джерелом фінансування. Субсидії можуть використовуватися на різні цілі, але в більшості випадків вони прив'язані до конкретних проектів.

2. Офіційна допомога в розвитку: кредити багатосторонні (Міжнародний банк реконструкції і розвитку (МБРР), Міжнародна асоціація розвитку (МАР)), регіональні (ОПЕК) та національні організації в сфері розвитку, які хоча надаються на пільгових умовах, але мають бути погашені. Однак А. Г. Саркісянц наголошує, що за кризових явищ у бідних країнах ці борги підлягали списанню, таким чином перетворюючись на доходи країни.

¹ Чечетов М. В. Бюджетний менеджмент. Ч. 1 : навч. посібник для студентів вузів / М. В. Чечетов, Н. Ф. Чечетова. – Київ, 2007. – 307 с.

3. Ринки торговельного капіталу, на яких країни отримують позики у кредиторів (консорціумів) або у вигляді розміщення облігацій на міжнародних ринках¹.

У міжнародній практиці застосовують переважно дві форми зовнішніх державних запозичень:

- емісію державних цінних паперів;
- кредити.

Зовнішні державні запозичення мають свій історичний розвиток. Різні типи зовнішніх джерел запозичення капіталу домінували в певні історичні періоди:

1. Запозичення у формі облігацій були важливим інструментом у період до 1914 року, а також у міжвоєнний період (1918–1939).

2. Після Другої світової війни у зв'язку зі створенням МВФ і Світового банку поширення набули позики міжнародних організацій та позики урядів іноземних держав.

3. Від початку 1970-х країни, що розвиваються, стрімко почали залучати позики у комерційних банках².

Варто зазначити, що для економічно розвинутих країн характерною формою державних запозичень є емісія боргових цінних паперів.

Державні цінні папери вважають одним із найбільш ефективних методів фінансування дефіциту бюджету. Окрім функції покриття бюджетних розривів, державні цінні папери також є джерелом фінансування минулих боргових зобов'язань.

Регулювання процесу випуску державних облігацій на міжнародних ринках капіталу здійснює переважно міністерство фінансів країни, хоча в деяких країнах функції міністерства фінансів доповнюють спеціально створені для управління боргом відомства («Бюро державного боргу» у США тощо)³.

В Україні емітентом облігацій зовнішніх державних позик є держава через Кабінет Міністрів України в особі Міністерства фінансів України. Рішення про випуск облігацій приймає Кабінет Міністрів у формі постанов у межах, передбачених Законом про Державний бюджет України. Кошти, отримані внаслідок розміщення облігацій, спрямовують лише до Державного бюджету України⁴.

¹ Саркісянц А. Г. Система международных долгов / А. Г. Саркісянц. – Москва : Изд.-консалтинговая фирма «ДеКА», 1999. – 420 с.

² International economics: theory and policy / Paul R. Krugman, Maurice Obstfeld. – 4th edition. – 1996. – 799 p.

³ Ринок боргових цінних паперів в Україні: суперечності та тенденції розвитку : монографія / за заг. ред. І. О. Лютого. – Київ : Центр учб. літ., 2008. – 431 с.

⁴ Чечетов М. В. Бюджетний менеджмент. Ч. 1 : навч. посібник для студентів вузів / М. В. Чечетов, Н. Ф. Чечетова. – Київ, 2007. – 307 с.

Вартість запозичень у формі облігацій залежить від кредитного рейтингу, який присвоюють міжнародні рейтингові агентства, а також від загальної ситуації на світових ринках капіталу. Основний вплив на формування вартості облігацій чинять облігації Казначейства США, які є еталоном для випуску єврооблігацій. Дохідність українських облігацій визначають на основі дохідності облігацій США, а також із урахуванням спреду або «премії за ризик». С. М. Марченко на основі побудови кореляційної моделі встановив наявність тісної залежності дохідності єврооблігацій від дохідності облігацій США (55 % варіації значень дохідності українських єврооблігацій залежить від дохідності облігацій США)¹.

На дохідність облігацій також впливають:

- нестабільність політичної ситуації (негативно впливає на формування попиту на державні облігації);
- вилучення коштів інвесторів із ринку акцій (може збільшити попит на єврооблігації);
- стабільне економічне зростання (підвищує впевненість інвесторів у спроможності держави вчасно розрахуватися за своїми зобов'язаннями, що своєю чергою позитивно впливає на підвищення попиту на державні цінні папери);
- сприятливе економічне становище на ринку, динамічний розвиток економіки сусідніх країн².

Під час обігу на міжнародних фінансових ринках цінні папери мають назву одного з іноземних цінних паперів, наприклад, єврооблігації, євроекселі. Звісно, вони можуть мати і назви відповідно до окремих країн обертання, однак найбільш містким є саме ринок єврооблігацій³.

Історія єврооблігацій розпочалася з середини ХХ ст., за деякими джерелами – з випуском облігацій бельгійської нафтової компанії «Petrofina» у 1957 році, португальської нафтової компанії «Sasog» у 1961 році.

Єврооблігації є одним із найбільш динамічних сегментів світових фінансових ринків. Причини швидкого розвитку цього інструменту зовнішніх запозичень: немає економічних обмежень та вимог,

¹ Марченко С. Вплив загальноринкових факторів міжнародного боргового ринку на величину доходності та спреда суверенних боргових зобов'язань / С. Марченко // Економіст. – Червень 2006. – № 6.

² Марченко С. М. Єврооблігації як інструмент фінансування бюджетного дефіциту / С. Марченко // Наукові праці НДФІ. – 2005. – Вип. 3 (32). – С. 57–63.

³ Ринок боргових цінних паперів в Україні: суперечності та тенденції розвитку : монографія / за заг. ред. І. О. Лютого. – Київ : Центр учб. літ., 2008. – 431 с.

які висувають при наданні кредитів міжнародними організаціями, а натомість є висока місткість ринку.

Єврооблігації (євробонди) – облігації, які виражені у валюті, що не є національною валютою позичальника, і розміщуються на ринках декількох країн одночасно. Це міжнародні цінні папери на пред'явника, що приносять певний дохід.

Можна виділити такі основні переваги використання єврооблігацій для залучення зовнішніх запозичень:

- ринок єврооблігацій є об'ємним і надає доступ не лише до європейських інвесторів, а й до азіатських і американських;
- єврооблігації не мають додаткових умов і обмежень при використанні, таких як міжнародні кредити;
- випуск єврооблігацій є одним із найдешевших засобів залучення додаткових фінансових ресурсів, процентні ставки є нижчими, ніж при випуску внутрішніх облігацій;
- вихід на ринок єврооблігацій дає змогу покращити імідж країни та її кредитну історію;
- єврооблігації випускають на термін більше ніж три роки ¹;
- використання єврооблігацій дає змогу знизити ціну державних запозичень.

О. І. Лютий вказує, що практика існування ринку корпоративних облігацій підтверджує, що наявність надійного та високоліквідного ринку державних облігацій є базою для існування ринку корпоративних цінних паперів, однак за наявності потужного ринку державних облігацій може здійснюватися витіснення цінних паперів приватних підприємств та організацій, оскільки інвесторам вигідніше купувати менш ризикові короткострокові державні цінні папери. Окрім того, досвід показує, що залучення позик на міжнародному ринку цінних паперів для країни з перехідною економікою є більш вигідним, ніж випуск облігацій на внутрішньому ринку. Використання інструменту єврооблігацій дає змогу посилити національну валюту, а також зменшити вартість боргу порівняно з внутрішніми джерелами залучення. Зовнішні єврооблігаційні запозичення також є порівняно дешевим джерелом залучення додаткових фінансових ресурсів для міст України ².

Варто зазначити, що вагому частку в зовнішніх запозиченнях займають кредити міжнародних фінансових організацій. На цей час

¹ Марченко С. М. Єврооблігації як інструмент фінансування бюджетного дефіциту / С. Марченко // Наукові праці НДФІ. – 2005. – Вип. 3 (32). – С. 57–63.

² Ринок боргових цінних паперів в Україні: суперечності та тенденції розвитку : монографія / за заг. ред. І. О. Лютого. – Київ : Центр учб. літ., 2008. – 431 с.

міжнародні організації є важливою складовою світової фінансової системи, які прямо або опосередковано впливають на розвиток окремих країн і світового господарства загалом.

Міжнародні фінансові організації виникли ще в часи Великої депресії 1930-х років, коли стала зрозумілою необхідність створення організації для регулювання світової валютної системи. Недовіра до паперових грошей у період фінансової кризи зумовила підвищення попиту на золото в розмірах, що перевищували запаси країн. Велика Британія і низка інших країн відмовилися від золотого стандарту, що значно ускладнило міжнародну торгівлю. Країни почали накопичувати золото і ту грошову валюту, яку можна було використати для купівлі благородного металу. Як наслідок, порушилося співвідношення між вартістю різних грошових одиниць, відбувся спад грошових операцій, зростало безробіття і знижувався рівень життя ¹. Необхідність узгодження фінансових політик країн спричинило пошук нових ідей щодо світового фінансового розвитку. На початку 1940-х років науковці Джон Кейнс і Гаррі Вайт запропонували кожен окремо майже однаковий план радикально нової монетарної системи, яка мала на меті стабілізувати валютні курси і забезпечити розвиток вільної торгівлі. Плани Дж. Кейнса і Г. Вайта відрізнялися лише технікою реалізації монетарних функцій. Дж. Кейнс бачив міжнародну організацію як певний тип незалежного світового центрального банку, який може створювати гроші самостійно і таким чином надавати країнам фінансову підтримку. Г. Вайт захищав ідею підтримки фінансової організації від країн-членів у вигляді відповідних внесків. Обидві теорії було втілено в життя. Після тривалої дискусії міжнародна спільнота на Бреттон-Вудській конференції (Нью-Гемпшир, США) в липні 1944 року прийняла рішення про започаткування нової валютної системи і створення Міжнародного валютного фонду. Відповідно були утворені Міжнародний валютний фонд і Світовий банк, членами яких є 186 країн ². На сьогодні МВФ та Група організацій Світового банку виступають основними кредиторами з-поміж міжнародних організацій.

Міжнародний валютний фонд був покликаний надавати короткотермінові кредити державам, які стикаються з проблемами регулювання платіжного балансу, Світовий банк мав на меті доповнювати

¹ Циганкова Т. М. Міжнародні організації : навч. посібник / Т. М. Циганкова, Т. Ф. Гордеева. – Вид. 2-ге, перероб. і доп. – Київ : KNEU, 2001. – 340 с.

² Bakker A. F. P. International financial institutions / Age F. P. Bakker. – Longman, London and New York : Open University of the Netherlands Heerlen, 1996. – 187 p.

міжнародні функції МВФ через фінансування інфраструктури окремих країн. Початкова його мета – це фінансування зруйнованої Другою світовою війною Європи, реалізація «плану Маршалла». Однак із часу створення ці фінансові організації зазнали значної еволюції, реагуючи на кризові явища, зокрема такі, як колапс валютного паритету в 1971 році і боргові кризи 1980-х років. Це стало причиною того, що функції цих організацій стали значно складнішими і менш визначеними, спрямованими на регулювання всіх сторін фінансової активності різних країн світу¹.

Міжнародні валютні організації – це організації, створені країнами-учасниками, які отримують фінансові ресурси безпосередньо від країн-членів, а також за допомогою запозичень на міжнародних ринках капіталу.

Найпотужнішими міжнародними фінансовими організаціями у світовому співтоваристві можна вважати МВФ та Групу Світового банку.

Окрім міжнародних інституцій існують регіональні та міжурядові банки: Європейський інвестиційний банк, Азіатський банк розвитку, Африканський банк розвитку, Міжамериканський банк розвитку, Європейський банк реконструкції та розвитку (ЄБРР) та ін.²

Варто зазначити, що в наш час суттєва частка зовнішніх запозичень здійснюється у формі залучення кредитів у міжнародних фінансових організаціях³.

При створенні МВФ було визначено його основні завдання:

- розвитку міжнародної торгівлі і міжнародного співробітництва шляхом встановлення норм регулювання валютних курсів та контролю за їх дотриманням;
- підтримка стабільності валютних паритетів;
- усунення валютних обмежень і розроблення багатосторонньої системи платежів;
- надання кредитів своїм членам у разі виникнення валютних ускладнень, спричинених проблемами платіжних балансів.

Варто зазначити, що однією із важливих функцій МВФ є допомога в регулюванні платіжних балансів країн, що передбачає: удосконалення методики складання платіжних балансів, їх уніфікацію;

¹ Саркисянц А. Г. Система международных долгов / А. Г. Саркисянц. – Москва : Изд.-консалтинговая фирма «ДеКА», 1999. – 420 с.

² Хмыз О. В. Международный рынок капиталов / О. В. Хмыз. – Москва : ПРИОР, 2002. – 459 с.

³ International economics: theory and policy / Paul R. Krugman, Maurice Obstfeld. – 4th edition. – 1996. – 799 p.



Рис. 1.4. Напрями діяльності Міжнародного валютного фонду

Складено авторкою на основі даних:

Хмыз О. В. Международный рынок капиталов / О. В. Хмыз. – Москва : ПРИОР, 2002. – 459 с.

збирання, аналіз інформації щодо платіжних балансів різних країн світу та її оприлюднення; надання консультацій державам-членам щодо врегулювання платіжних балансів.

Основні напрями діяльності МВФ фонду на цей час подано на рис. 1.4.

У рамках своїх функцій МВФ надає позики країнам-членам із метою вирівнювання платіжних балансів країн і підтримки стабільності національної валюти (додаток Б).

У МВФ країна-член отримує кредит у іноземній валюті на суму, еквівалентну внесеній раніше квоті в національній валюті (купує за свою валюту іноземну), а пізніше через 3–5 років повертає іноземну валюту (купляє назад свою національну валюту за іноземну).

За надання кредиту МВФ бере разовий комісійний збір у розмірі 0,5 % суми і встановлює процентну ставку, яка базується на ринковому котируванні.

Надання кредитів МВФ супроводжується певними вимогами:

1. Макроекономічна політика має бути спрямована на забезпечення активного сальдо платіжного балансу.
2. Стабілізація внутрішнього попиту за рахунок обмеження державних видатків.
3. Використання позик на фінансування виробничої сфери.
4. Забезпечення бездефіцитності державного бюджету за рахунок скорочення державних видатків і стримування інфляції.
5. Проведення ефективної податкової політики.
6. Стабілізація грошового обігу, що передбачає проведення девальвації національної валюти, а в певних випадках і грошових реформ.
7. Відміна контролю за цінами і заробітною платою, вільний доступ імпорту товарів.

8. Реалізація структурної перебудови економіки: роздержавлення підприємств, розвиток експортних галузей.
9. Забезпечення стабільності політичної ситуації в країні.

Основа реформ МВФ – монетаристська концепція, що базується на залежності між величиною грошової маси в країні, обсягом сукупного попиту і платіжним балансом.

Окрім МВФ істотно впливає на міжнародний рух капіталу група Світового банку, на яку припадає близько половини кредитів, що їх виділяють міжнародні фінансові організації країнам, які розвиваються¹.

Група Світового банку здійснює свою діяльність через кілька взаємопов'язаних організацій, які мають власні статuti та самостійне членство (рис. 1.5).

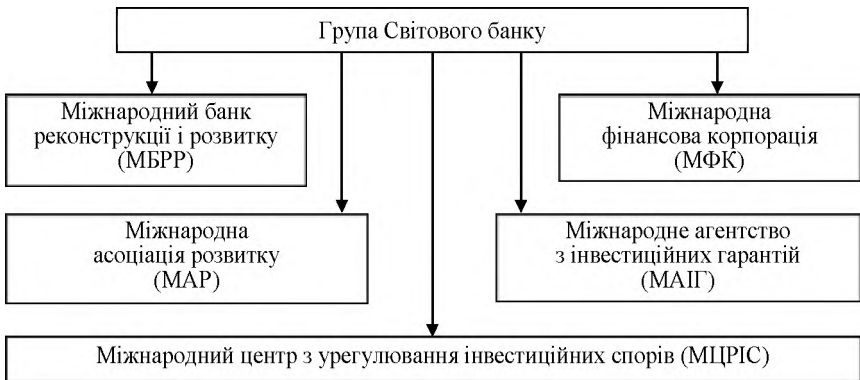


Рис. 1.5. Група Світового банку

Складено авторкою на основі даних: Циганкова Т. М. Міжнародні організації : навч. посібник / Т. М. Циганкова, Т. Ф. Гордеева. – Вид. 2-ге, перероб. і доп. – Київ : КНЕУ, 2001. – 340 с.

Функції установ – членів групи Світового банку дещо різняться, однак загалом діяльність Світового банку спрямована на кредитування розвитку окремих сфер світової економіки (див. Додаток В).

Фінансові ресурси МБРР утворюються через внески країн-членів, позики на міжнародних риках боргового капіталу і банківський прибуток.

¹ Герчикова И. Н. Международные экономические организации: регулирование мирохозяйственных связей и предпринимательской деятельности : учеб. пособие / И. Н. Герчикова. – Москва : Изд-во АО «Консалтбанкир», 2000. – 624 с.

Умови надання кредитів МБРР залежать від категорії позичальника: країни з високим рівнем доходів на душу населення отримують позики на термін 15 років, із середнім рівнем доходів – на 17 років, із низьким рівнем доходів – на 20 років. Усі позики надають на конкретні проекти або структурну перебудову економіки. Повернення основної суми кредиту, виплата відсотків є обов'язком центральних банків країн-членів МБРР.

Діяльність МБРР спрямована на надання кредитів, технічної допомоги, спільного фінансування, гарантій (табл. 1.1).

Таблиця 1.1. Напрями діяльності Міжнародного банку реконструкції і розвитку

Вид діяльності	Призначення
Кредити	Конкретні проекти в сільському господарстві, освіті, енергетиці, охороні довкілля, промисловості, енергопостачанні, транспорті, міському господарстві, водопостачанні. Структурна перебудова економіки, економічні реформи
Технічна допомога	Підтримка реформ у сільському господарстві, енергетиці, транспорті, підготовка кадрів та інституційних реформ
Спільне фінансування	Координація фінансової підтримки програм країн-членів
Гарантії	Покриття ризиків, пов'язаних із можливістю невиконання зобов'язань, із змінами в законодавстві, політичними подіями, природними катаклізмами, оголошенням дефолту
Трастові фонди	Мобілізація ресурсів на скорочення заборгованості членів Банку, відбудову економіки після надзвичайних політичних чи природних катаклізмів, організація навчання та досліджень

Складено авторкою за даними: Герчикова И. Н. Международные экономические организации: регулирование мирохозяйственных связей и предпринимательской деятельности : учеб. пособие / И. Н. Герчикова. – Москва : Изд-во АО «Консалтбанкир», 2000. – 624 с.

МАР формально вважається незалежною від МБРР, однак фактично вона являє собою фонд ресурсів, яким управляє МБРР. МАР було створено у 1969 році з метою надання фінансової допомоги найменш розвинутим країнам на менш жорстких умовах, ніж МБРР. Різниця між МБРР і МАР полягає в тому, що МБРР більшу

частину своїх фінансових ресурсів отримує на світових фінансових ринках і надає позики країнам під нижчі відсотки і з більшим терміном погашення, ніж комерційні банки; МАР надає країнам, що розвиваються, безпроцентні кредити за рахунок внесків країн-донорів.

Цілі діяльності Міжнародної асоціації розвитку: надання довгострокових кредитів, сприяння економічному розвитку та підвищенню продуктивності праці.

Більшість кредитів МАР надаються у національній валюті строком на 35–40 років без відсотків; погашення основної суми кредиту починається після закінчення 10-річного пільгового періоду, упродовж наступних 10 років сплачується по 1 % кредиту на рік, а наступних 30 років – по 3 % на рік.

Для отримання кредитів МАР країна має відповідати таким вимогам:

- річний дохід на душу населення не може перевищувати 835 доларів США;
- економічна стабільність у державі, що дасть змогу обслуговувати довгостроковий кредит;
- проблеми платіжного балансу;
- прагнення економічного розвитку.

Міжнародна фінансова корпорація (МФК) була створена в 1956 р. з метою стимулювання економічного зростання у країнах, що розвиваються, через заохочення приватного сектора. МФК, окрім кредитної діяльності, має право вкладати фінансові ресурси в акціонерний капітал підприємств. МФК мобілізує і доповнює приватний капітал, але не витісняє його (становить не більш ніж 25 % вартості проекту). Кредити надаються на період 3–5 років із пільговим періодом до 4 років за ринковими цінами. Важливою сферою у діяльності МФК є технічна допомога, зокрема надання консультацій із підвищення ефективності залучення і використання іноземних інвестицій. У країнах СНД і Східної Європи МФК здійснює технічну підтримку процесів приватизації та розвитку ринків капіталу ¹.

Фінансові ресурси МФК – це внески країн-членів, дивіденди, доходи від продажу акцій, кредити, дотації МБРР.

Багатостороннє агентство з гарантування інвестицій (БАГІ) було засноване в 1988 році як організація групи Світового банку. Особливість цього агентства полягає у тому, що воно є фінансово і юридично незалежною установою. Метою створення цієї організації було стимулювання надходження іноземних інвестицій до країн, що розвиваються, та надання гарантій (страхування та перестрахування

¹ Циганкова Т. М. Міжнародні організації : навч. посібник / Т. М. Циганкова, Т. Ф. Гордеева. – Вид. 2-ге, перероб. і доп. – Київ : КНЕУ, 2001. – 340 с.

некомерційних ризиків). Основні функції БАГІ полягають у наданні гарантій від некомерційних ризиків інвесторам; консультація урядів країн із питань розробки та впровадження стратегій, програм стимулювання іноземного інвестування, надання рекламних послуг і налагодження співпраці між приватними підприємствами різних країн і урядовими структурами. До складу БАГІ входить служба інвестиційного маркетингу, що консулює країни-члени в маркетинговій діяльності для сприяння припливу іноземних інвестицій. БАГІ надає гарантії від втрат, пов'язаних із неконвертованістю місцевої валюти, експропріацією власності в країні, воєнними конфліктами, непередбаченими політичними ситуаціями, розірванням контракту. Гарантії, як правило, надають на період 15 років, проте термін може бути продовжений.

Вагоме місце у кредитуванні української економіки займає також Європейський банк реконструкції і розвитку. ЄБРР було створено у 1991 році спеціально для надання фінансової допомоги країнам Центральної і Східної Європи (рис. 1.6).

Капітал банку формується за рахунок акціонерного капіталу, а також за рахунок доходів від банківської діяльності, процентних платежів за надані кредити, здійснення портфельних інвестицій, надання консультацій. Близько 40 % обсягу кредитів ЄБРР надає державним установам, а 60 % – приватним підприємствам.

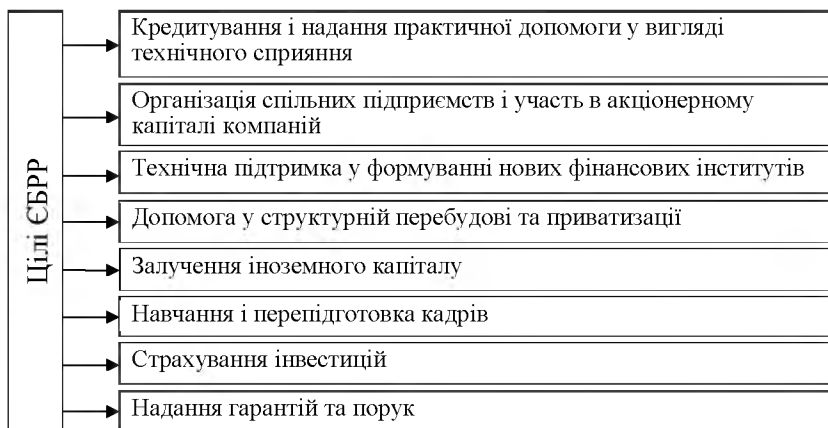


Рис. 1.6. Цілі ЄБРР

Складено авторкою

Терміни реалізації проєктів – 5–10 років, але в окремих випадках можливе збільшення до 15 років. Виплата боргу починається одночасно з появою касових доходів від реалізації проєкту. ЄБРР є міжнародною організацією, яка використовує найбільшу кількість інструментів фінансування¹.

У наш час зовнішні державні позики посідають важливе місце у системі світових фінансових відносин. Їх широко використовують для мобілізації ресурсів до державних бюджетів, регулювання платіжних балансів. У нашому дослідженні ми хочемо проаналізувати значення зовнішніх державних запозичень у забезпеченні економічного розвитку, конкурентоспроможності країн світу.

1.2. Значення зовнішніх державних запозичень для економічного розвитку країни

Глобалізація та інтернаціоналізація світових ринків підвищують роль міжнародних валютно-фінансових відносин. У сучасних умовах розвиток будь-якої економіки пов'язаний із використанням зовнішніх фінансових ресурсів.

Беззаперечним є той факт, що державні запозичення є невід'ємним інструментом функціонування будь-якої економіки. У наш час зовнішні державні запозичення є вагомим джерелом додаткових позикових коштів за обмеженості власних ресурсів держави.

Водночас, зовнішні державні запозичення є суперечливим інструментом в економічній політиці держави. Протягом всієї історії економічної думки науковці досліджували вплив зовнішніх державних запозичень на економічний розвиток та стабільність.

Зрозуміло, що значення державних запозичень загалом і зовнішніх зокрема є доволі суперечливим, однак безсумнівним є факт наявності певного впливу (позитивного чи негативного) на ключові параметри економічного та соціального розвитку країни. Підтвердження цієї думки можна знайти у працях науковців різних історичних періодів.

Перші дослідження значення державних запозичень були ще в XIX столітті. Узагальнимо оцінку ролі державної заборгованості в економічному розвитку країн різними науковцями (табл. 1.2).

¹ Колосова В. П. Розвиток відносин України з Міжнародними фінансовими організаціями / В. П. Колосова. – Київ : Науково-дослідний фінансовий інститут при Міністерстві фінансів України, 2008. – С. 104.

Таблиця 1.2. Оцінка значення державних запозичень
(складено авторкою)

Позитивна оцінка	Негативна оцінка
А. Штейн зазначав, що «державний борг не є ні щастям, ні нещастям, але необхідною складовою частиною високорозвинутого народного господарства»	Фізіократи (В. Мірабо, Ж. Тюго) вважали державний кредит негативним явищем
Меркантилісти (Дж. Стюарт, Ж. Ф. Мело, Дж. Ло) вважали кредитне фінансування бюджетного дефіциту одним із найсуттєвіших джерел доходів бюджету	Ф. Небеніус наголошував на тому, що державні позики знищують капітали, зумовлюють нерівність у розподілі багатств у країні
Й. Юсті та В. Секендорф стверджували, що використання державного кредиту дає змогу збільшити державні витрати до розміру, який не можна досягти жодним іншим чином	Д. Юм говорив, що «держава повинна знищити кредит, бо в іншому випадку кредит знищить державу», зовнішні запозичення впливають на зростання залежності від країн-кредиторів
Ж. Б. Сей зазначав, що використання державного кредиту на інвестиційну діяльність (на будівництво доріг, портів) є необхідним явищем, спрямування ж державних запозичень на компенсацію поточних витрат держави є негативним	А. Сміт писав, що використання державних позик зменшує багатство нації, підвищує податковий тягар для населення
К. Дітцель вказував, що державні запозичення стимулюють зростання ефективності використання національного капіталу, збільшення заощаджень та обсягів виробництва	С. Сісмонді вважав державний кредит одним із найшкідливіших винаходів людства
М. І. Туган-Барановський писав: «Державний кредит розвиває виробничу потужність країни і є величезним кроком уперед в організації торговельного обміну»	На думку Т. Мальтуса, «це рак, що знищує життя народу та його добробут, який загубить державу»
А. Лернер вважав, що за допомогою позик держава повинна фінансувати капітальні витрати, що спричинить зростання ВВП, і таким чином дасть можливість погашати наявну заборгованість, а також збільшити доходи населення	Дж. Стюарт стверджував, що виплати за іноземними позиками негативно впливають на торговельний баланс країни
Дж. М. Кейнс наголошував на позитивному значенні державних дефіцитів, таким чином змінюючи погляд на теорію державної заборгованості в цілому	Е. Селінгман наголошував на негативній ролі державного боргу як для боржників, так і для кредитора
Неокейнсіанець Ф. Махлуп вважав, що рух капіталу, який виникає при формуванні зовнішнього боргу, дає змогу відновити рівновагу у фінансовій системі	
К. Маркс стверджував, що чим більша заборгованість країни, тим вона багатша	

З 1970-х років з'явилися дослідження значення зовнішньої державної заборгованості, це було пов'язано зі зростанням зовнішніх боргів.

Питання впливу зовнішніх державних запозичень на економічну ситуацію в країні сучасні вчені розглядають за трьома основними напрямками: неокласичним, сучасним та політологічним. Характерна риса неокласичної школи – твердження щодо неможливості довгострокового зростання ВВП за зменшення податкового навантаження та використання державного боргу для фінансування державних витрат. Сучасна школа, навпаки, наголошує на можливості позитивної економічної динаміки при використанні зовнішніх державних запозичень для стимулювання економічного розвитку. Політологічна школа характеризує значення використання державних зобов'язань залежно від форми державного управління¹.

Загалом дослідники звертали увагу на широке коло питань державної заборгованості, зокрема М. Герсовіц, Дж. Ітон – автори аналізу використання запозичень бідними країнами. Дж. Сакс та Д. Коуен досліджували питання неплатоспроможності урядів країн та їхніх наслідків.

П. Розенштейн-Родан був автором теорії «великого поштовху» (1943 р.; продовжили дослідження цієї теорії А. Хіршман, Р. Нурске, Г. Зінгер), згідно з якою для модернізації країн потрібно використовувати додатковий фінансовий капітал, що забезпечить економічне зростання. Оскільки в країні з низькими доходами важко залучити великі обсяги коштів для інвестування, необхідно використовувати механізм залучення іноземних фінансових коштів. Це, своєю чергою, спричинить зростання доходів населення і стимулюватиме зростання національного виробництва². Використання цієї теорії на практиці у постколоніальну епоху, на думку Т. Вахненка, мало низку недоліків, оскільки спричиняло недооцінювання ролі внутрішніх джерел запозичень та внаслідок залучення значних обсягів зовнішніх позик зростання платежів за борговими зобов'язаннями уряду.

У 1960-х роках Р. Маккінон, Г. Ченері та А. Страут розробили модель зростання з двома дефіцитами, що показує лінійні зв'язки між розміром вкладеного капіталу й обсягами виробництва. Автори моделі зробили висновок, що у тому випадку, коли обсяги внутрішніх

¹ Ринок боргових цінних паперів в Україні: суперечності та тенденції розвитку: монографія / за заг. ред. І. О. Лютого. – Київ: Центр учб. літ., 2008. – 431 с.

² Вахненко Т. П. Моделювання макроекономічних факторів зовнішніх запозичень та їх впливу на розвиток економіки України / Т. П. Вахненко // Економіка України. – 2007. – № 7. – С. 15–24.

заощаджень є недостатніми для забезпечення необхідних обсягів інвестицій, а надходження від здійснення експортних операцій є недостатніми для купівлі необхідних основних засобів закордоном, використання зовнішніх запозичень може забезпечити економічне зростання¹. Т. П. Вахненко наголошує, що, однак, використання зовнішніх позик у цій моделі не завжди буде спрямоване на інвестиції, а також і на споживчі потреби та обслуговування наявного зовнішнього боргу.

Внаслідок постійного нарощення обсягів зовнішньої державної заборгованості зростає кількість авторів, які присвячують свої дослідження проблематиці впливу використання державних запозичень на економічні процеси. У ХХ столітті розширилась методологія дослідження зовнішніх запозичень, автори значну увагу приділяють математичним і статистичним методам, що дає змогу отримати практичні результати. Г. Хансен і Ф. Тарп у результаті емпіричного дослідження виявили, що використання іноземних позик негативно впливає на обсяг національних заощаджень у країнах, що розвиваються².

П. Бун за допомогою регресійного аналізу на основі даних 96 країн встановив, що використання зовнішніх державних запозичень не впливає ні на збільшення обсягу державних інвестицій, ні на скорочення оподаткування, зростають лише обсяги внутрішнього споживання.

В. Істерлі протягом 1965–1995 років у 88 країнах, що розвиваються, досліджував зв'язок між залученням зовнішніх державних запозичень і внутрішніми інвестиціями. Внаслідок проведеного аналізу науковець виявив, що лише у 17 із досліджуваних країн спостерігається вплив зовнішніх позик на рівень інвестицій³.

Ф. Харм та М. Лутц дослідили, що використання іноземних кредитів впливає на формування національних заощаджень, але обсяги їх зменшення є значно меншими, ніж обсяги зовнішніх запозичень⁴. Е. Боренштайн, Д. Дегеф, І. Ельбадові, Д. Кохан і Д. Сакс, використовуючи економіко-математичне моделювання, довели наявність негативного впливу боргового навантаження внаслідок використання

¹ McKinnon R. Foreign-Exchange Constraints in Economic Development and Efficient Aid Allocation / R. McKinnon // *Economic Journal*. – 1964. – No. 74. – P. 388–409.

² Hansen H. Aid Effectiveness Disputed / H. Hansen, F. Tarp // *Journal of International Development*. – 2000. – No. 12. – P. 375–378.

³ Boressen P. Role and organization of a debt office / P. Boressen, E. Pascal // *United on trade and development. DMFAS programme technical paper No. 1*. – United Nations, New York and Geneva, 2002. – 36 p.

⁴ Harm P. The Macroeconomic Effects of Foreign Aid: A Survey / P. Harm, M. Lutz // *Universitat St. Galen, Discussion Paper*. – 2004. – No. 11. – 24 p.

зовнішніх запозичень на обсяги внутрішніх інвестицій і на економічне зростання¹.

С. Бурнсайд і Д. Доллар на основі математичних методів провели дослідження, внаслідок якого було встановлено, що залучення зовнішніх запозичень позитивно впливатиме на економічні процеси в країні лише за одночасної реалізації ефективної макроекономічної політики².

А. Пресбітеро і К. Рісера здійснювали аналіз 152 країн протягом 1977–2002 років, що підтвердив вплив зовнішньої заборгованості на зниження темпів зростання доходів населення³. Концепція «боргового нависання» підтверджує, що високий обсяг зовнішніх боргових зобов'язань спричиняє зменшення обсягів інвестиційної діяльності у країні, неплатоспроможний уряд втрачає стимули для проведення ефективної економічної політики, крім того, зменшуються інвестиції в основний капітал, знижуються обсяги запровадження нових технологій⁴.

Як бачимо, зі зростанням обсягів зовнішньої заборгованості в різних країнах світу зростає увага різних дослідників-економістів до значення зовнішнього державного боргу і його впливу на економічні показники. Теорія боргових циклів Абрамовича ще в 1964 році підтверджувала, що зовнішні державні запозичення є важливим джерелом капіталу для економіки з низьким рівнем внутрішніх заощаджень. Згідно з передбаченнями боргового циклу в майбутньому внутрішні заощадження в країні зростатимуть, і країна зможе збільшувати обсяги інвестування і своєчасно повертати борги, однак на практиці в країнах, що розвиваються, зовнішні зобов'язання поступово продовжують зростати, а внутрішні заощадження не збільшуються.

Пізніше дослідження П. Кругмана (1988), Д. Сакса (1989) та Д. Кохена (1992) дали поштовх розвитку теорії надмірних боргів. Згідно з цією теорією, нарощення зовнішньої державної заборгованості може негативно вплинути на інвестиції та економічне зростання. В 2002 році К. Патілло вдалося встановити подібну тенденцію,

¹ Borenstein E. Debt Overhang, Credit Rationing and Investment / E. Borenstein // *Journal of Development Economics*. – 1990. – Vol. 32, No. 2. – P. 315–335.

² Burnside C. Aid, Policies and Growth / C. Burnside, D. Dollar // *American Economic Review*. – 2000. – No. 90. – P. 847–868.

³ Presbitero A. The Debt Growth Nexus: A dynamic Panel Data Estimation / A. Presbitero, Q. Ricerca // *Universita Politecnica Delle Marce Working Paper*. – 2005. – No. 243. – 34 p.

⁴ Вахненко Т. П. Моделювання макроекономічних факторів зовнішніх запозичень та їх впливу на розвиток економіки України / Т. П. Вахненко // *Економіка України*. – 2007. – № 7. – С. 15–24.

водночас виявивши, що зовнішній державний борг негативно впливає на економічне зростання у випадку, якщо його абсолютний розмір перевищує 35–40 % ВВП. Цей вплив підтвердили також Б. Клементс у 2003 році, П. Корделла, А. Річчі, М. Руїз-Аранц у 2005 році. І. Драйн і С. Набі внаслідок емпіричного дослідження, проведеного на прикладі 27 країн із різним рівнем зовнішнього боргу, встановили, що існує тісна лінійна залежність між рівнем зовнішньої державної заборгованості і економічною ефективністю виробництва в країні, зі зниженням обсягів зовнішніх державних запозичень економічна ефективність виробництва зростає¹. Водночас із питанням значення залучення зовнішніх державних запозичень та їх використання постає проблема погашення зовнішньої державної заборгованості та виникнення боргового тягара.

Цікавою є думка Р. Масгрейва, який вважав, що судження про погашення боргу є некоректним, оскільки на відміну від приватних підприємств держава не має необхідності у погашенні державних боргів. Уряд може здійснювати рефінансування боргів, їх реструктуризацію, тому постає проблема не сплати боргу, а оптимального управління ним. На думку Р. Масгрейва, основна проблема – наявність достатнього обсягу державних коштів для регулярного погашення відсотків за державною заборгованістю кредиторам. Якщо зростання національного доходу у вартісному вимірі буде вищим, ніж обсяг платежів за державною заборгованістю, то тягар державного боргу зменшуватиметься².

К. Макконел і С. Брю також стверджували, що державний борг не може призвести до банкрутства держави і в багатьох випадках не є тягарем для наступних поколінь. Це пов'язано з тим, що держава завжди може використовувати інструменти рефінансування державної заборгованості, підвищувати податки, щоб забезпечити виплату боргових платежів, або здійснити додаткову емісію грошових коштів і таким чином уникнути дефолту. Автори підкреслюють, що у випадку внутрішньої державної заборгованості не виникає боргового тягара для наступних поколінь, оскільки «ми винні самі собі»: громадяни, які купують державні облігації, є власниками цих «суспільних активів», тобто національне багатство лише постійно перерозподіляється всередині країни (ця ідея вперше з'явилася у А. Лернера). Водночас

¹ Borensztain E. The Costs of Sovereign Default [Electronic resource] / E. Borensztain, U. Panizza // IMF Working Paper. – Research Department. – October 2008. – Mode of access: www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08238.pdf.

² Дорнбуш Р. Макроекономіка / Р. Дорнбуш, С. Фішер ; пер. з англ. В. Мусієнко, В. Овсієнко. – Київ : Основи, 1996. – 814 с.

зовнішній державний борг К. Макконел і С. Брю вважають тягарем для економіки та наступних поколінь, оскільки необхідність сплати зовнішньої заборгованості зумовляє «передавання частини реально-го випуску продукції у власність інших держав»¹.

Р. Дорнбуш та С. Фішер також підкреслюють, що внутрішня заборгованість держави у формі державних цінних паперів є частиною багатства країни, оскільки населення є власниками цих державних облігацій. Водночас, зовнішні боргові зобов'язання уряду перед нерезидентами не є внутрішнім багатством, оскільки належить іноземцям, а збільшення податкового навантаження населення для погашення платежів за державною заборгованістю зменшить доходи громадян, що й зумовляє формування боргового тягара².

Відомою є пропозиція еквівалентності Барроу–Рікардо, згідно з якою боргове фінансування за рахунок випуску облігацій лише відстрочує податки, тому у багатьох випадках це еквівалентно податкам, які стягувалися б у цей період. Автори стверджують, що державні облігації не є багатством, оскільки люди усвідомлюють, що борг у майбутньому погашатимуть за рахунок підвищення податкового навантаження, однак відповідно передбачено і зростання заощаджень³. Якщо рівень оподаткування знижується на користь державного боргу, то громадяни змінюють свої плани щодо нагромадження коштів, оскільки очікують майбутнє зростання податків, тому вони вкладають у додаткові державні позики, що в майбутньому дасть їм змогу отримати основну суму боргу з нарахованими відсотками, яка буде достатньою для компенсації підвищення оподаткування з метою погашення боргу і відсоткових платежів⁴.

Р. Дорнбуш та С. Фішер підкреслюють, що за боргового фінансування бюджету одночасно з наявністю бюджетного дефіциту, що не покривається збільшенням податків або скороченням трансфертних платежів, утворюється стійкий бюджетний дефіцит, оскільки необхідно сплачувати процентні платежі за державним боргом. У короткостроковому періоді боргове фінансування порівняно з монетарним підвищить процентну ставку і знизить інвестиції. Американські дослідники стверджують, що довготривале існування бюджетних

¹ Макконел К. Р. Экономикс: принципы, проблемы и политика / К. Р. Макконел, С. А. Брю ; пер. с англ. 11-го изд. – Київ : Хагар-Демос, 1993. – 785 с.

² Дорнбуш Р. Макроекономіка / Р. Дорнбуш, С. Фішер ; пер. з англ. В. Мусієнко, В. Овсієнко. – Київ : Основи, 1996. – 814 с.

³ Там само.

⁴ Бланкарт Ш. Державні фінанси в умовах демократії. Вступ до фінансової науки : пер. з нім. / Ш. Бланкарт. – Київ : Либідь, 2000. – 654 с.

дефіцитів породжує потенційну нестабільність у довгостроковій перспективі. Уряд, який отримує бюджети з дефіцитом і збільшує державний борг, перекладає частину тягаря нинішніх урядових видатків на майбутні покоління. Р. Дорнбуш і С. Фішер роблять обережне припущення, що така ситуація є можливою і частково виправданою під час війн або виникнення економічної нестабільності¹.

Сучасний російський учений, автор фундаментальної праці «Система міжнародних боргів» А. Г. Саркісянц пише, що залучення зовнішніх державних запозичень зазвичай стимулює економічну активність, однак наступні виплати за боргом чинять депресивний вплив, оскільки уряд країни повинен скеровувати свої внутрішні ресурси за кордон для виплати відсотків².

Українські вчені також звертали увагу на проблематику зовнішньої заборгованості. Так, зазначено, що рух фінансово-кредитних ресурсів, зокрема зовнішніх боргових ресурсів, дає змогу кредиторам отримувати проценти на вкладені гроші, а реципієнтам надає можливість мобілізації ресурсів у інвестиційній та соціальній сферах. Водночас, автори зауважують, що країна-одержувач іноземних ресурсів може стикнутися із залежністю в політичній та економічній політиці, і неефективне використання зовнішніх державних запозичень може призвести до втрати державою економічної і політичної безпеки³.

Зовнішні державні запозичення на етапі їх залучення є додатковим фінансовим ресурсом для економіки країни за браком національних джерел і тому можуть сприяти прискоренню темпів соціально-економічного розвитку країни. Зовнішні державні запозичення дають змогу збільшувати обсяги сукупних витрат у країні понад розмір національного доходу, що допомагає прискорювати темпи економічного зростання за рахунок додаткових інвестицій. Приплив іноземної валюти також сприяє зниженню внутрішніх процентних ставок, що позитивно впливає на зростання внутрішніх інвестицій.

Проте є і негативні наслідки залучення зовнішніх запозичень, зокрема ревальвація обмінного курсу національної валюти, що спричиняє скорочення чистого експорту товарів і послуг, збільшення

¹ Дорнбуш Р. Макроекономіка / Р. Дорнбуш, С. Фішер ; пер. з англ. В. Мусієнко, В. Овсієнко. – Київ : Основи, 1996. – 814 с.

² Саркісянц А. Г. Система международных долгов / А. Г. Саркісянц. – Москва : Изд.-консалтинговая фирма «ДеКА», 1999. – 420 с.

³ Бюджетна політика у контексті стратегії соціально-економічного розвитку України : монографія : у 6 т. / Н.-Д. фін. ін-т при М-ві фінансів України ; редкол. : М. Я. Азаров (голова) та ін. – Київ : [б. в.], 2004. – 345 с.

негативного сальдо торгівельного балансу. Погашення зовнішнього державного боргу призводить до зовнішнього дисбалансу внаслідок формування пасивного рахунку капіталу й дефіциту платіжного балансу, що змушує уряд вдаватися до валютного контролю та зумовлює зменшення міжнародних резервів. Обслуговування зовнішнього державного боргу спричиняє вилучення національних ресурсів із споживання і заощадження, таким чином пригнічуючи сукупний попит та внутрішнє виробництво.

Окрім того, надмірне використання зовнішніх державних запозичень призводить до вразливості країни до змін на світових фінансових ринках та може спричинити виникнення боргових криз. Залучення короткострокових запозичень також суттєво підвищує ризики виникнення боргових і валютних криз.

Дослідження показали, що існує позитивний зв'язок між показниками потоків зовнішніх державних запозичень та економічним зростанням у країні. Проте значні обсяги зовнішньої державної заборгованості та платежів за наявними зобов'язаннями негативно впливають на темпи економічного зростання.

О. І. Барановський наголошує на суперечливому значенні використання зовнішніх запозичень. На його думку, позитивним є використання міжнародної фінансової допомоги для фінансування державних потреб у разі нестачі внутрішніх коштів. Однак, водночас, використання міжнародних кредитів посилює залежність економіки, бюджетної, валютної політики від неотримання, отримання в менших розмірах, несвоечасності надходження запозичень. Це може також погіршити платіжний баланс країни і негативно вплинути на динаміку іноземних інвестицій до країни¹. Підтвердженням цієї думки може бути надання кредиту МВФ у 2008–2009 роках, коли відстрочення надання кредиту вплинуло на стабільність національної валюти.

О. І. Барановський вважає, що надмірний обсяг зовнішніх запозичень негативно впливає на фінансову безпеку країни. Водночас він підкреслює необхідність ефективного використання державних запозичень на інвестиційні програми. На його думку, виникає потреба пошуку «золотої середини», що забезпечило б фінансування нагальних потреб держави без загрози її борговій безпеці. Він наголошує на необхідності запровадження індикаторів оцінки допустимого рівня залучення зовнішніх коштів.

¹ Барановський О. І. Фінансова безпека в Україні (методологія оцінки та механізми забезпечення) : монографія / О. І. Барановський. – Київ : Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2004. – 759 с.

О. І. Барановський проводить аналіз експертних оцінок особливостей впливу зовнішніх державних позик на українську економіку, стверджуючи, що використання державних кредитів спричиняє девальвацію національної валюти, що, своєю чергою, посилює дефіцит платіжного балансу і знижує конкурентоспроможність українських товарів на міжнародних ринках.

Широким і ґрунтовним є дослідження державної заборгованості, зокрема зовнішньої, Т. П. Вахненко. Аналізуючи значення зовнішніх запозичень та причини їх використання, вона підкреслює, що заощадження держави є складовою частиною національних заощаджень, тому наявність бюджетного дефіциту призводить до зменшення обсягів національних заощаджень, що своєю чергою і спричиняє використання державою зовнішніх боргових інструментів для залучення додаткових коштів. Ще одним чинником залучення зовнішніх запозичень автор вважає значні обсяги втечі капіталу з країни¹, що спричиняє дефіцит фінансових ресурсів.

Т. П. Вахненко вказує, що залучення зовнішніх запозичень у цілому стимулює економічний розвиток, оскільки зовнішні позики є додатковим фінансовим ресурсом і у разі обмеженості внутрішніх джерел дають змогу здійснювати більший обсяг сукупних витрат, ніж це передбачає сукупний дохід. Автор аргументує це відомим рівнянням:

$$NDI - A = -dFD, \quad (1.1)$$

де NDI – національний дохід, A – сукупні витрати, $-dFD$ – приріст зовнішньої заборгованості.

Водночас від'ємне сальдо поточного рахунку платіжного балансу можна фінансувати за допомогою двох способів: залучення додаткових зовнішніх позик або зменшення міжнародних резервів. Оскільки зменшення міжнародних валютних резервів негативно впливає на стабільність національної валюти, уряди країн часто вдаються до залучення зовнішніх запозичень. Як висновок, держава має можливість покращити свій економічний розвиток, збільшити суспільне виробництво за рахунок зовнішніх коштів².

Проте водночас постає проблема ефективного використання та гранично допустимого і фінансово безпечного розміру зовнішніх

¹ Вахненко Т. П. Моделювання макроекономічних факторів зовнішніх запозичень та їх впливу на розвиток економіки України / Т. П. Вахненко // Економіка України. – 2007. – № 7. – С. 15–24.

² Вахненко Т. П. Перспективні напрямки державних запозичень в Україні / Т. П. Вахненко // Економіка і праця. – 2005. – № 1. – С. 65–75.

державних запозичень, на яку часто звертають увагу сучасні дослідники. Адже залучення значного обсягу зовнішніх державних позик зумовляє труднощі в обслуговуванні зовнішнього державного боргу і відповідно виникнення значного боргового тягара.

Т. П. Вахненко стверджує, що у багатьох країнах використання зовнішніх державних запозичень негативним чином впливало на економічне зростання. Значну кількість коштів, залучену на міжнародному фінансовому ринку, неефективно використовували, навіть у разі інвестування у виробництво, оскільки відсоткові ставки за наданими кредитами перевищували дохідність здійснених інвестицій. Окрім того, виплата відсотків щодо державної заборгованості спричиняє вплив іноземної валюти з країни, що негативно впливає на сальдо платіжного балансу, і тому виникає необхідність втручання уряду для його стабілізації.

На думку Т. П. Вахненко, значні обсяги залучення іноземних кредитів також негативно впливають на макроекономічну ситуацію у країні, оскільки зростає чутливість національної економіки до зовнішніх кризових явищ, зростають валютні ризики¹. І хоча зовнішні позики можуть бути дешевшими, ніж внутрішні запозичення, однак у довгостроковому періоді є загроза їх подорожчання внаслідок змін валютного курсу національної грошової одиниці. На початковій стадії залучення зовнішніх запозичень останні є додатковим фінансовим ресурсом, однак за значних обсягів залучення відсоткові виплати перевищують нетто-запозичення (залучення позик мінус погашення), а тому виникають додаткові бюджетні витрати, що можуть спричинити зростання податкового тиску. А за браком достатніх бюджетних ресурсів для повернення зовнішніх позик виплати здійснюють за рахунок валютних резервів (як наслідок – девальвація національної валюти), конвертації боргових зобов'язань в акції, облігації державних компаній.

Якщо ж реальна відсоткова ставка залучених зовнішніх запозичень вища, ніж темпи зростання експорту, то виникає необхідність нарощування експорту країни. Зрозуміло, що межі його зростання є вичерпними, в цьому випадку виникає необхідність зменшення імпорту. Якщо ж країна зменшує імпорт інвестиційних товарів, то це негативно впливає на економічне зростання, а зниження імпорту споживчих товарів спричинить зменшення внутрішнього споживчого ринку.

¹ Вахненко Т. П. Моделювання макроекономічних факторів зовнішніх запозичень та їх впливу на розвиток економіки України / Т. П. Вахненко // Економіка України. – 2007. – № 7. – С. 15–24.

Водночас, значне зростання зовнішньої заборгованості спричиняє залежність економічної політики держави від умов кредиторів, які можуть вимагати виконання певних економічних реформ¹.

На думку Т. П. Вахненко, для ефективного управління державними запозиченнями необхідно розвивати ринок внутрішніх облігацій.

Загалом Т. П. Вахненко, проаналізувавши іноземні дослідження, робить висновок, що зовнішні позики стимулююче впливають на економічне зростання у випадку їх ефективного використання, тобто коли дохідність їх використання у інвестиційних проектах є вищою, ніж вартість їх залучення. Однак авторка наголошує, що такий позитивний вплив буде тільки у разі залучення позик нижче критичного рівня. У протилежному випадку використання зовнішнього фінансування негативно впливає на довгострокове економічне зростання. Т. Вахненко підкреслює, що «досягнення високих темпів економічного зростання у довгостроковому періоді при використанні зовнішніх позичкових джерел стає можливим лише при накопиченні помірних обсягів заборгованості і спрямуванні запозичених коштів на інвестиції в основні фонди і людський капітал, отримання нових технологій і знань, які генерують постійний потік доходів, що перевищує розмір витрат на погашення і обслуговування боргу»².

За допомогою інструментів математичного моделювання Т. П. Вахненко встановила залежність залучення зовнішніх позик і зміни певних макроекономічних показників. Зокрема, вона виявила, що зростання інвестицій в основний капітал спричиняє зростання ВВП у наступному кварталі на 0,08 %, натомість залучення зовнішніх позик вітчизняними резидентами на 1 % ВВП зумовлює зростання ВВП на 0,09 %. Водночас дослідниця встановила, що немає значущого впливу надходжень зовнішніх позик на активізацію інвестиційної діяльності в Україні, окрім того, не існує й тісного взаємозв'язку між обсягами зовнішніх запозичень і реальним обмінним курсом гривні³.

Варто звернути увагу, що спеціалісти Світового банку вказують на негативний вплив значного розміру зовнішнього державного боргу, що спричинено недосконалістю міжнародного ринку капіталів, а також поширенням фінансових шоків між країнами.

¹ Вахненко Т. П. Перспективні напрямки державних запозичень в Україні / Т. П. Вахненко // Економіка і праця. – 2005. – № 1. – С. 65–75.

² Вахненко Т. П. Моделювання макроекономічних факторів зовнішніх запозичень та їх впливу на розвиток економіки України / Т. П. Вахненко // Економіка України. – 2007. – № 7. – С. 15–24.

³ Вахненко Т. П. Перспективні напрямки державних запозичень в Україні / Т. П. Вахненко // Економіка і праця. – 2005. – № 1. – С. 65–75.

В. Вітлінський підкреслює, що за правильно вибраної стратегії управління зовнішніми запозиченнями наявність зовнішнього державного боргу не є виключно негативним явищем і може забезпечувати ефективний розвиток економіки¹.

Оцінюючи значення зовнішніх державних запозичень, варто звернути увагу на роль міжнародних фінансових інституцій, кредити яких становлять значну частку в обсязі зовнішніх запозичень. Діяльність міжнародних фінансових організацій і їх вплив на економічне становище країн-позичальників науковці оцінюють неоднозначно.

Зокрема, на думку В. П. Колосової, важливим негативним фактором, що впливає на ефективність діяльності міжнародних фінансових інституцій, а також на формування громадської думки, є наявність однакових стандартних вимог до різних країн, що негативно позначається на співпраці країн-членів із МВФ та Світовим банком².

К. Паливода, своєю чергою, вказує, що МВФ надає кредити країнам-учасникам із метою стримування емісії національної валюти (що дає змогу вирішити проблему нестачі фінансових коштів у країні). Емісія спричинила б зниження обмінного курсу національної валюти, таким чином створюючи бар'єри для імпорту західних країн, що, зрозуміло, є негативним явищем для них³. Проте ми б хотіли звернути увагу, що для української економіки використання емісії для нарощування фінансових ресурсів дуже часто спричиняє нарощування високих темпів росту інфляції, що суттєво знижує ефективність використання цього інструменту монетарного регулювання економіки.

Дж. Барро проводив оцінку діяльності МВФ і на основі проаналізованої інформації зробив висновки, що участь у його програмах істотно впливає на економічне зростання, а також у довгостроковій перспективі – на інвестиційні процеси в державі. Крім того, чим більші позики залучає країна у МВФ, тим більш негативним є їхній вплив. Він також зазначає, що участь у програмах МВФ сприяє відкритості економіки. На початковому етапі це стимулює економічне зростання, але лише незначним чином. Вагома участь у програмах МВФ у майбутньому може певною мірою негативно впливати на демократію

¹ Вітлінський В. В. Ризикологія в зовнішньоекономічній діяльності : навч. посібник / В. В. Вітлінський, А. А. Маханець. – Київ : КНЕУ, 2008. – 424 с.

² Колосова В. П. Розвиток відносин України з Міжнародними фінансовими організаціями / В. П. Колосова. – Київ : Науково-дослідний фінансовий інститут при Міністерстві фінансів України, 2008. – 227 с.

³ Паливода К. Зовнішні валютні запозичення – інвестиційне джерело чи перешкода на шляху інвестиційного процесу? / К. Паливода // Банківська справа. – 2009. – № 6. – С. 31–39.

та верховенство права в країні. Водночас, Дж. Барро не виявив ніяких помітних впливів позик МВФ на інфляцію, стан поточного торговельного балансу. Аналіз, який він провів, засвідчує, що країни, які мають більші квоти у МВФ (США і Західна Європа) або які тісно співпрацюють із ними, отримують і відповідно більші обсяги кредитів. Також більші обсяги кредитів отримують країни, що мають більшу кількість працівників у структурі МВФ¹.

Окрім того, варто звернути увагу на той факт, що у випадку отримання від МВФ більше ніж 100 % визначеної квоти, передбачено моніторингові програми, зокрема регулярний приїзд місій МВФ до країн-кредиторів, а це зумовлює додатковий тиск на уряди країн-позичальників.

Джеймс Боуттон і Роменіко Ломбарді у своєму дослідженні діяльності МВФ підкреслюють, що хоча МВФ часто використовує репресивні дії, які не завжди є дієвими, однак упродовж останніх років тривають активні дискусії всередині фонду щодо зміни принципів та інструментів його діяльності у зв'язку з його новою роллю².

Окремі науковці стверджують, що діяльність Світового банку, так само як і МВФ, негативно впливає на економіки країн, оскільки позики Світового банку стримують діяльність приватного сектора³.

На думку С. І. Юрія, здійснення зовнішніх державних запозичень у формі міждержавних кредитів було виправдане у 1992–1999 роках, оскільки інші форми покриття бюджетних дефіцитів не були фінансово вигідними щодо обслуговування та погашення. Однак він вважає, що необхідно віддавати перевагу залученню додаткових фінансових ресурсів у вигляді ОЗДП, які не обмежують вільну економічну політику держави. Водночас С. І. Юрій наголошує, що не варто відмовлятися від позик міжнародних фінансових організацій, оскільки умови залучення таких кредитів є доволі вигідними: їх залучають на тривалі періоди, під пільгові відсотки, а також часто з пільговим періодом використання без сплати відсотків. Окрім того, необхідність цільового використання таких позик повинна утримувати уряд від неефективного використання коштів на поточні потреби, на «продання коштів»⁴.

¹ Imbs J. The Overhang Hangover / J. Imbs, R. Ranciere / World Bank Policy Research Working Paper. – 2005. – No. 3673.

² Boughton J. Finance, Development and The IMF / J. M. Boughton, R. Lombardi. – Oxford University Press, 2009. – 315 p.

³ Bakker A. F. P. International financial institutions / Age F. P. Bakker. – Longman, London and new York : Open University of the Netherlands Heerlen, 1996. – 187 p.

⁴ Становлення доктрини фінансової системи України : монографія / за ред. С. І. Юрія, О. М. Десятнюк. – Тернопіль : Екон. думка, 2008. – 190 с.

В. Колосова вважає, що співпраця з міжнародними фінансовими організаціями позитивно впливає на підвищення рейтингів країни, відповідно і стимулює співпрацю як із державними, так і приватними інвесторами. Вона стверджує, що співпраця з МВФ сприяє формуванню позитивного іміджу країни для іноземних інвесторів, зменшенню процентних ставок за кредитами¹. На думку автора, аналіз діяльності міжнародних фінансових організацій вказує на те, що економічні заходи, які здійснюють МВФ і Світовий банк, є доцільними і спрямовані на забезпечення розвитку глобального світового господарства. В. П. Колосова не вважає співпрацю з міжнародними інституціями загрозою для національної безпеки та стабільності країн. На її думку, основною проблемою є належна ефективність використання країною-позичальником залучених у міжнародних організацій коштів. Водночас важливим і необхідним є співпраця з міжнародними інституціями у сфері кредитування таких важливих для бідних країн програм, як охорона здоров'я, державне управління, боротьба з корупцією, оскільки приватні інвестори не зацікавлені у фінансуванні цих програм.

На думку В. В. Козюка, співпраця з міжнародними організаціями загалом позитивно впливає на стабілізацію економіки країни-позичальника, оскільки залучення цих кредитів передбачає проведення відповідних реформ, окрім того, вони є найдешевшими кредитами і спрямовані у інвестиційну сферу (Світовий банк), фінансування бюджетного дефіциту та платіжного балансу (МВФ), що автор вважає позитивним явищем.

Ми би також хотіли звернути увагу, що кредити Світового банку є значно дешевшими ресурсами, ніж інші джерела запозичення, окрім того, з 2008 р. Світовий банк продовжив термін виплати позик до 30 років.

О. І. Барановський наголошує, що кредити МВФ є найбільш дешевими та вигідними для України, оскільки термін сплати за ними становить 3–5 років, відсоткові ставки – 2–6,29 %, з пільговим періодом використання – 3 роки². Однак, водночас, О. І. Барановський підкреслює, що МВФ при наданні кредитних ліній українському уряду висуває значну кількість вимог, які, на думку вченого, є необґрунтованими.

¹ Колосова В. П. Розвиток відносин України з Міжнародними фінансовими організаціями / В. П. Колосова. – Київ : Науково-дослідний фінансовий інститут при Міністерстві фінансів України, 2008. – 227 с.

² Барановський О. І. Фінансова безпека в Україні (методологія оцінки та механізми забезпечення) : монографія / О. І. Барановський. – Київ : Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2004. – 759 с.

А. Беккер наголошує, що хоча МВФ часто й використовує непопулярні заходи, однак вони все одно є необхідними, оскільки країни, які звертаються щодо отримання позики, мають значні економічні проблеми. Під час кризи в Мексиці МВФ не тільки створив програму реструктуризації, а й зобов'язав міжнародну банківську систему і офіційних кредиторів зробити внесок для фінансування дефіцитів країн¹.

Ми би хотіли звернути увагу, що навіть незалежний відділ оцінки МВФ при проведенні досліджень щодо ролі МВФ виділив такі негативи у використанні кредитів:

- надмірні очікування щодо зростання обсягів інвестицій та по- жвавлення економічної активності зменшує використання бюджетно-податкових заходів у країні;
- висунуті вимоги МВФ стосуються основним чином дохідної частини бюджету, а заходи щодо регулювання видатків бюджету мають короткостроковий характер².

Варто звернути увагу, що значна кількість науковців критикує діяльність МВФ і Світового банку, оскільки США мають більшу кількість голосів при прийнятті рішень щодо діяльності цих організацій. Водночас унаслідок постійного розвитку економіки відбуваються зміни в структурі голосувань цих інституцій у напрямі збалансування впливів. Квоти переглядають не рідше ніж раз на 5 років із метою відображення змін в економічному становищі країн.

МВФ, так само як і Світовий банк, намагається реформувати свою політику під тиском громадської думки, оскільки постійне зростання значення МВФ і Світового банку спричинило виникнення дискусії щодо необхідності реформування цих міжнародних фінансових інституцій. У 2000 році на засіданні в Празі було дещо переглянуто принципи діяльності МВФ і МБРР щодо відмови від витратних методів і формування індивідуального підходу до країн-позичальників³. Починаючи з 2000 року МВФ поступово адаптується до нових умов, зокрема стає більш «прозорим», публікує значний обсяг інформації про його діяльність на своєму сайті.

¹ Bakker A. F. P. International financial institutions / Age F. P. Bakker. – Longman, London and New York : Open University of the Netherlands Heerlen, 1996. – P. 11–44.

² Становлення доктрини фінансової системи України : монографія / за ред. С. І. Юрія, О. М. Десятнюк. – Тернопіль : Екон. думка, 2008. – 190 с.

³ Стратегія діяльності в Україні 2011–2014 р. Документ Європейського банку реконструкції і розвитку [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.ebrd.com/downloads/country/strategy/ukraine_uk.pdf.

МВФ також прийняв рішення створити незалежний орган, який би оцінював стан країн.

У квітні 2009 року МВФ переглянув механізм формування квот, визначивши формулу квотування таким чином:

$$0,5 \times \text{розмір ВВП} + 0,3 \times \text{оцінка відкритості економіки} + \\ + 0,15 \times \text{оцінка економічної нестабільності} + 0,05 \times \\ \times \text{розмір міжнародних резервів}^1.$$

Найбільший розмір квот і відповідно найбільший вплив у діяльності МВФ сьогодні також мають економічно розвинуті країни.

Питання реформування МВФ залишається відкритим, особливо у сфері розподілу квот, оскільки найбільш розвинуті країни можуть чинити тиск на прийняття рішень щодо формування стратегії його діяльності.

25 квітня 2010 року 186 країн-членів Світового банку прийняли рішення про збільшення розміру капіталу банку на 86 млрд доларів і про надання країнам, що розвиваються, більших повноважень. Унаслідок цієї реформи відбулося зростання частки голосів країн, що розвиваються, і країн із перехідною економікою. Укладено договір, згідно з яким участь країн у голосуванні МБРР і МФК переглядатимуть кожні 5 років із метою забезпечення справедливого розподілу голосів між країнами, що розвиваються, і країнами з перехідною економікою. Ця подія дає поштовх розвитку нової політики Світового банку щодо вільного доступу до інформації про країни, що розвиваються. Прийнято також реформу кредитування, яка передбачає пришвидшення термінів виділення коштів і підвищення ефективності управління ризиком. Передбачено виділення коштів на цілі запобігання корупції і застосування санкцій для викорінювання цього явища².

Як бачимо, діяльність МВФ і групи Світового банку викликає багато дискусій у наукових колах. Свого часу ще М. Фрідман та Д. Шульц стверджували, що необхідно скасувати МВФ і розподілити внески між країнами-учасниками, Дж. Сорос навпаки вказував на важливість такої фінансової організації, як МВФ, і навіть

¹ Boosting representation of emerging markets and low-income countries [Electronic resource]. – Mode of access: www.imf.com.

² Тейс Д. Всемирный банк реформирует порядок распределения прав голоса. Капитал Банка увеличен на 86 млрд долл. США [Электронный ресурс] / Д. Тейс. – Режим доступа: <http://www.finnewsline.ru/2012/05-14.html>.

пропонував розширити його функції до Світового центрального банку.

Проте беззаперечним залишається той факт, що міжнародні фінансові організації посідають значне місце у світовій фінансовій системі, і їхня роль поступово зростає, особливо у періоди виникнення кризових явищ, коли уряди країн стикаються з проблемою дефіцитів власних коштів для забезпечення стабільності національної економіки. В деяких випадках уряди держав просто змушені вдаватися до залучення коштів у міжнародних фінансових інституцій.

Одне із найважливіших питань, яке постає через залучення кредитів міжнародних фінансових організацій, – це ефективність використання отриманих позик.

Як бачимо, проблематику державної заборгованості досліджували в різні періоди економісти-теоретики. Водночас, думки науковців щодо значення зовнішніх державних запозичень для економічного розвитку країн завжди були суперечливими. Ми підтримуємо твердження дослідників про стимулюючий вплив залучення ресурсів на міжнародних ринках капіталів, однак лише за умови дотримання граничного обсягу зовнішнього державного боргу з метою уникнення виникнення загроз економічній незалежності країни.

Світовий досвід надає багато прикладів як ефективного, так і неефективного використання зовнішніх державних запозичень.

Зрозуміло, що вплив зовнішніх державних запозичень на конкурентоспроможність економіки країни може бути як позитивним, так і негативним. Окрім того, варто звернути увагу, що державні запозичення можуть як прямо, так і опосередковано впливати на конкурентоспроможність економіки країни (рис. 1.7).

Позитивний вплив зовнішніх запозичень на конкурентоспроможність економіки країни реалізується через виконання конкретних інвестиційних проєктів, а також формування інвестиційного клімату, підтримання платіжного балансу і стабільності національної грошової одиниці, розвитку фінансового ринку та ринку корпоративних облігацій, забезпечення соціальної стабільності, підвищення міжнародного іміджу і рейтингу країни. Так, кредити МВФ спрямовуються на підтримку стабільності національної валюти та забезпечення рівноваги платіжного балансу. Позики Світового банку призначені для підвищення енергоефективності, покращення



Рис. 1.7. Вплив зовнішніх запозичень
на конкурентоспроможність економіки країни

Джерело: розроблено авторкою

інфраструктури (будівництво автомобільних доріг), реабілітації атомних та гідроелектростанцій, соціального розвитку та вдосконалення системи державного управління. Отже, зовнішні державні запозичення впливають на конкурентоспроможність економіки країни через стимулювання економічного розвитку, забезпечення макроекономічної стабільності, розвитку транспортної та соціальної інфраструктури.

Водночас, варто наголосити, що зовнішні державні запозичення негативно впливають на конкурентоспроможність економіки країни. Зокрема, їх використання посилює залежність економіки, валютної і бюджетної політики від рівня надходжень зовнішніх запозичень, зростають валютні ризики, податкове навантаження,

знижуються темпи доходів населення, зменшуються обсяги інвестиційної діяльності. Окрім того, виникає необхідність виконання не лише економічних, а й політичних умов позичальника, що посилює зовнішню залежність країни. Важливим негативним фактором може бути необхідність відшкодування державою за рахунок коштів державного бюджету зовнішніх запозичень суб'єктів господарювання у разі їх неплатоспроможності (гарантованих зобов'язань).

Зовнішні державні запозичення є неоднозначним інструментом бюджетної та боргової політики держави, однак невід'ємною ланкою сучасної світової фінансово-економічної системи, яка суттєво впливає на економіку окремих країн і світове господарство загалом.

ОЦІНЮВАННЯ ВПЛИВУ ЗОВНІШНІХ ДЕРЖАВНИХ ЗАПОЗИЧЕНЬ НА ЕКОНОМІКУ КРАЇНИ

2.1. Сучасні підходи щодо оцінювання впливу обсягу зовнішніх державних запозичень на економіку країни

Виникнення державного боргу є звичайним наслідком економічної активності. В певний час одні економічні одиниці отримують додаткові доходи, натомість інші відчують їх нестачу. Водночас нарощування боргу надає можливість обом збільшувати споживання і стимулювати економічне зростання.

Проте запозичення здійснюються з умовою, що боржник зможе розрахуватися за своїми зобов'язаннями в майбутньому. Якщо доходи боржника будуть нестабільними або бракуватиме ліквідних ресурсів для обслуговування зовнішньої заборгованості, можуть виникнути проблеми обслуговування боргу, і поступове нарощення державної заборгованості призводить до ситуації, коли країна-боржник не здатна розрахуватися за своїми зобов'язаннями. За таких умов надходження від міжнародних фінансових операцій не можуть бути повністю ефективно використані. Отже, виникає потреба належного ризик-менеджменту й утримання зовнішньої заборгованості на прийнятному рівні¹.

Ми би хотіли звернути увагу, що лише за дотримання граничних розмірів зовнішніх державних запозичень може існувати позитивний вплив залучення іноземних фінансових ресурсів на конкурентоспроможність економіки країни.

Тому в цьому підрозділі ми хочемо розглянути сутність та значення боргових показників. Для цього спочатку варто звернути увагу на оцінку державної заборгованості МВФ, який виділяє показники платоспроможності та ліквідності державної заборгованості.

¹ External debt statistics: guide for compilers and users. – Washington, D. C. : International Monetary Fund, 2003. – 171 p.

Платоспроможність визначають як можливість країни виконувати свої зовнішні державні зобов'язання на постійній основі. Однак встановлення можливості держави сплачувати свої боргові зобов'язання є недостатнім для оцінки боргової ситуації в країні. В теорії країна є платоспроможною, якщо теперішня вартість чистих відсоткових платежів за боргом не перевищує теперішньої вартості інших надходжень платіжного балансу (переважно доходи від експорту) за мінусом вартості імпорту.

Однак на практиці країни припиняють обслуговувати свої зовнішні зобов'язання задовго до того, як досягається ця вимога, – на межі, коли обслуговування боргу стає надто дорогим для країни з огляду на її економічні й соціальні цілі. Отже, доречним питанням у цілому є бажання платити, а не теоретично макроекономічна можливість сплачувати борги. Встановити, чи країна є платоспроможною і бажає платити, не є легким завданням.

Аналізуючи проблеми платоспроможності, також важливо враховувати взаємозв'язок зовнішньої державної і корпоративної заборгованості. Якщо існує ризик неспроможності державного сектора виплачувати відсотки за залученими запозиченнями, це може спричинити різке скорочення фінансових потоків до всіх секторів економіки, оскільки уряди можуть накласти мораторій на погашення заборгованості і ввести валютні обмеження. Значні розміри державної заборгованості можуть зруйнувати урядові зобов'язання виплат за гарантованими зобов'язаннями приватного сектора.

Проблема ліквідності – це нестача ліквідних активів, що зумовлює неспроможність уряду країни розраховуватися за поточними зовнішніми державними зобов'язаннями. Унаслідок виникає криза неплатоспроможності уряду. Водночас виникнення проблеми ліквідності може бути і не пов'язане з неплатоспроможністю уряду у випадку втрати довіри і реалізації ділових операцій, які впливають на міжнародні резерви країни.

Проблеми ліквідності можуть бути спричинені, наприклад, різким падінням доходів від експорту або зростанням відсоткових ставок (іноземних або внутрішніх) чи цін на імпортні товари та послуги. Валютні і процентні складові зовнішнього боргу, структура заборгованості і наявність активів для погашення заборгованості є важливими факторами уразливості економіки до кризи ліквідності зовнішніх зобов'язань. Механізм узгодження і взаємозв'язку позик є важливим для управління зовнішніми державними запозиченнями¹.

¹ External debt statistics: guide for compilers and users. – Washington, D. C. : International Monetary Fund, 2003. – 171 p.

Варто зазначити, що стан платіжного балансу країни є також важливим чинником, оскільки за сталого дефіциту платіжного балансу стан зовнішньої державної заборгованості країни може стати нестабільним (що відобразатиметься у зростанні показника відношення зовнішнього державного боргу до ВВП). Фінансування постійно зростаючого дефіциту платіжного балансу через випуск боргових інструментів призводить до зростання боргового тягара, що руйнує платоспроможність і підвищує уразливість до зовнішніх шоків і в кінцевому підсумку до виникнення значних обсягів заборгованості.

Показники оцінки зовнішньої державної заборгованості дають можливість визначити, проаналізувати потенційні ризики, пов'язані із залученням зовнішніх державних запозичень і, таким чином, сприяють ефективному управлінню державною заборгованістю. Індикатори зовнішньої державної заборгованості в середньостроковій перспективі дають змогу передбачити можливі тенденції розвитку. Водночас показники зовнішньої державної заборгованості мають бути враховані разом із ключовими економічними і фінансовими змінними, особливо економічним зростанням і відсотковими ставками, що можуть у середньостроковій перспективі визначати майбутні можливі розміри залучення зовнішніх державних запозичень¹.

Варто звернути увагу, що визначення граничних обсягів для показників оцінки зовнішньої державної заборгованості є складним питанням. Оскільки аналіз макроекономічної ситуації може допомогти розробити систему сигналів про можливість боргової кризи або виникнення складностей в обслуговуванні зовнішнього державного боргу країни, порівняння абсолютних розмірів показників зовнішньої державної заборгованості не є необхідним. Наприклад, високий або низький рівень певного показника боргового навантаження може бути обмежений у використанні як індикатор зовнішньої вразливості, тоді як постійна тенденція зростання певного показника протягом деякого періоду часу вже може свідчити про виникнення боргових ризиків.

МВФ виділяє два типи боргових показників: змінні, які базуються на змінних величинах (наприклад, що співвідносяться із боргом або ВВП), оскільки чисельник або знаменник або й обидві частини є змінними; і сталі, які базуються на сталих величинах (чисельник і знаменник сталі величини) (рис. 2.1).

¹ Debt crisis. More denial. – May 11th 2011 [Electronic resource]. – Mode of access: http://www.economist.com/blogs/buttonwood/2011/05/debt_crisis_0&fsrc=nwl.

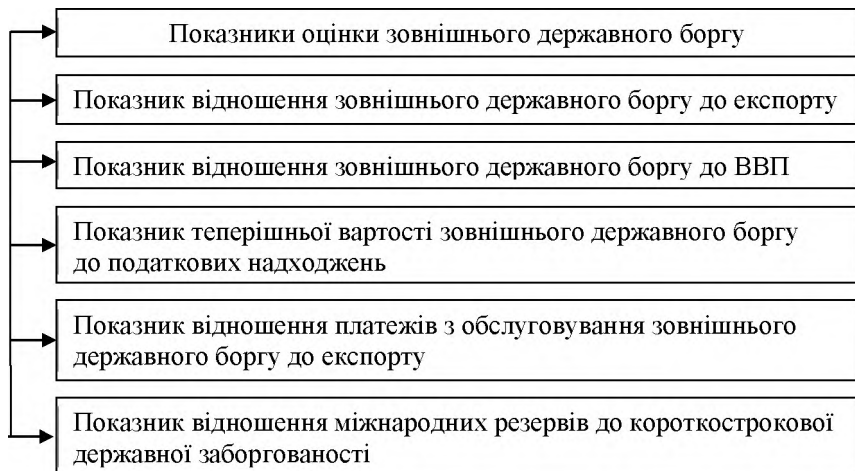


Рис. 2.1. Показники оцінки зовнішнього державного боргу
за методикою МВФ

Складено авторкою за даними МВФ:

External debt statistics: guide for compilers and users. – Washington, D. C. :
International Monetary Fund, 2003. – 171 p.

Надамо коротку характеристику зазначеним показникам.

Зокрема, показник відношення зовнішнього державного боргу до експорту визначають як відношення зовнішньої державної заборгованості на кінець року до обсягу експорту товарів та послуг за конкретний рік. Цей показник використовують як індикатор боргової стабільності, оскільки зростання боргу вищими темпами, ніж джерело зовнішніх надходжень країни, може вказувати на неспроможність розраховуватися за борговими зобов'язаннями в майбутньому.

Ми би хотіли звернути увагу, що показники, які базуються на розмірі зовнішнього державного боргу, загалом мають певні недоліки. По-перше, країни, які використовують зовнішні державні запозичення для здійснення інвестиційної діяльності (що принесе прибутки в майбутньому), можуть мати високі показники відношення зовнішнього державного боргу до експорту, але це не впливає негативно на економіку, як, наприклад, у разі використання державних запозичень на поточні потреби. Також якщо залучені інвестиції використовуватимуть в експортоорієнтованих галузях, показник борг/експорт може зменшуватись. Тому цей коефіцієнт варто обраховувати шляхом зіставлення зовнішнього державного боргу й експорту після середнього

періоду впровадження інвестицій. (Зрозуміло, що досить важко слідкувати за прибутковістю використаних запозичень.) Загалом, як висновок, варто визначати показники боргового навантаження у середньостроковій перспективі.

По-друге, деяким країнам може бути вигідно використовувати довгострокові запозичення, тоді як інші сплачують за цей вид запозичень високі відсоткові ставки. Для інших краще обліковувати й аналізувати середню вартість запозичень або оцінювати наявну вартість зовнішнього боргу за вирахуванням потоків амортизаційних виплат, ураховуючи відсотки. Для аналізу боргової стабільності країн із високою заборгованістю (НІРС) МВФ використовує вимірювання наявної заборгованості до експорту і до надходжень від податків. Високі й такі, що стабільно зростають, показники відношення зовнішнього боргу до експорту можуть свідчити про появу негативних тенденцій.

Для оцінки зовнішньої державної заборгованості часто використовують показник відношення зовнішнього державного боргу до ВВП, який визначають як суму зовнішньої державної заборгованості на кінець року до річного ВВП. Цей показник може забезпечувати часткову оцінку можливості обслуговування зовнішньої державної заборгованості через переведення ресурсів із виробництва товарів та послуг усередині країни на виробництво експортоорієнтованих товарів. Справді, країна може мати високі показники відношення боргу до обсягів експорту і низькі відношення боргу до ВВП, якщо виробництво експортних товарів становить низьку частку ВВП.

Хоча коефіцієнт відношення боргу до ВВП не критикують так, як показники на основі експорту (що пов'язано зі змінами величини експорту і ціновою нестабільністю), він може бути менш надійний на певний момент часу внаслідок недо- або переоцінки реальних розмірів інфляції, що може значно викривити показники ВВП. Також, як і у разі визначення показника відношення зовнішнього державного боргу до експорту, важливо брати до уваги рівень розвитку країни і поєднання боргу на пільгових і непільгових умовах.

У розумінні показників боргового навантаження чисельник (розмір зовнішнього державного боргу) знову необхідно вимірювати, використовуючи майбутні прогнози обсягів платежів з обслуговування боргу, здисконтованих на ринкові відсоткові ставки ¹.

Іншим індикатором зовнішньої державної заборгованості може бути показник теперішньої вартості зовнішнього державного боргу

¹ Debt crisis. More denial. – May 11th 2011 [Electronic resource]. – Mode of access: http://www.economist.com/blogs/buttonwood/2011/05/debt_crisis_0&fsrc=nwl.

до податкових надходжень. Він визначається відношенням обсягу майбутніх платежів з обслуговування зовнішнього державного боргу, дисконтованого на ринкові відсоткові ставки до щорічних податкових доходів. Цей індикатор може бути використаний як критерій стабільності в тих країнах із порівняно відкритою ринковою економікою, що стикаються з проблемою значного фіскального навантаження унаслідок здійснення зовнішніх державних запозичень. За таких умов доречним є мобілізація урядом внутрішніх ресурсів, і показники відношення зовнішнього державного боргу до експорту або ВВП не вимірюють. Зрозуміло, що зростання цього показника свідчить про наявність проблем з обслуговуванням зовнішньої державної заборгованості.

Показник відношення платежів з обслуговування зовнішнього державного боргу до експорту є ще одним важливим індикатором зовнішньої заборгованості і визначається як відношення виплат основної суми боргу, відсотків і зборів довго- і короткострокової заборгованості до експорту товарів і послуг. Фокусування на платежах дає змогу враховувати поєднання запозичень за пільговими і звичайними умовами, їх зміну в часі, що може містити потрібну інформацію про структуру обслуговування кредиту в середньостроковому періоді. Крім того, цей показник може бути корисним індикатором стабільності зовнішнього державного боргу, оскільки це може забезпечити розуміння політичного впливу на обслуговування боргу.

Водночас показник відношення платежів з обслуговування боргу до експорту має певні обмеження використання, оскільки є можливість зміни вартості обслуговування боргу і доходів від експорту кожного року. По-перше, амортизаційні платежі за короткостроковими запозиченнями часто вилучають із вартості обслуговування зовнішньої державної заборгованості. По-друге, багато економік лібералізували свої торговельні режими і експортують більшу частку вироблених товарів і послуг. Але водночас вони більше імпортують, і частка імпорту стрімко зростає. Таким чином, цей показник, не скоригований на вартість імпортованих товарів та послуг, може бути суттєво занижений.

Наступним показником, який відіграє значну роль в оцінюванні боргового тягара, є відношення міжнародних резервів до короткострокової заборгованості. Він визначається як відношення обсягів міжнародних резервів, доступних органам монетарного регулювання, до обсягу короткострокової заборгованості країни на певну дату. Цей показник може бути доволі корисним індикатором достатності резервів, особливо для країн із неналагодженим доступом до міжна-

родних ринків капіталів. Він показує, чи міжнародні резерви перевищують зазначену за графіком амортизацію коротко-, середньо- та довгострокової зовнішньої державної заборгованості протягом року, є граничною межею, до якої країна має можливість виплачувати заборгованість за своїми зовнішніми зобов'язаннями нерезидентам за рахунок власних міжнародних резервів. Коефіцієнт показує, як швидко країна буде змушена адаптуватись сплачувати свої борги самостійно, якщо вона не зможе більше залучати зовнішні запозичення, наприклад, через несприятливі зміни на міжнародних ринках капіталу.

Подібний показник можна розраховувати, зосереджуючи увагу лише на державних запозиченнях в іноземній валюті. Це може бути особливо важливим для економіки, що відкрита до ринків капіталів і має велику зовнішню державну заборгованість в іноземній валюті.

Цікаво, що в більшості теоретичних моделей не враховують структуру зовнішніх державних запозичень за їх терміновістю, оскільки вважають, що ринки капіталів є досконалими. Однак ринки рідко є досконалими, навіть у розвинутих країнах. І декілька валютних криз, що мали місце в країнах, що розвиваються, в середині 1990-х років засвідчили, що надмірне зростання короткострокової заборгованості щодо міжнародних резервів може мати негативні наслідки навіть для країн, які вважалися платоспроможними. Досвід показав, що країни з високим рівнем короткострокової зовнішньої державної заборгованості більш уразливі до кризи ліквідності.

При інтерпретації показника відношення міжнародних резервів до обсягів короткострокової заборгованості потрібно враховувати велику кількість факторів. Передусім, значні обсяги короткострокової зовнішньої заборгованості не обов'язково призводять до виникнення кризи. Багато розвинутих країн мають вищі показники відношення короткострокової заборгованості до міжнародних резервів, ніж країни, що розвиваються, які показали значну уразливість до фінансових криз. Водночас, основні макроекономічні показники, зокрема, дефіцит платіжного балансу і нетто-курс, мають важливе значення. Варто звертати увагу на режим валютного курсу в країні. Зокрема, гнучке валютне регулювання може зменшити ймовірність і втрати від кризових явищ. Історичний досвід показує, що навіть у разі наявності значних обсягів міжнародних резервів країна не завжди може виплатити заборгованість за своїми зовнішніми запозиченнями¹.

¹ Debt crisis. More denial. – May 11th 2011 [Electronic resource]. – Mode of access: http://www.economist.com/blogs/buttonwood/2011/05/debt_crisis_0&fsrc=nwl.

Міжнародна організація вищих органів фінансового контролю (International Organization of Supreme Audit Institutions, INTOSAI) також здійснює оцінку боргової стабільності країн і своєю чергою виділяє три типи індикаторів, які використовують для вивчення державної заборгованості: індикатори вразливості, автономності і фінансові (див. рис. 2.2)¹. Як бачимо, індикатори оцінки зовнішньої державної заборгованості INTOSAI дещо відрізняються від системи показників МВФ.

Індикатори вразливості охоплюють державний сектор, фінансовий сектор, домогосподарства і фірми. У випадку перенапруження економіки, дисбаланси в окремому секторі можуть зумовлювати проблеми і в інших секторах. Таким чином, наслідки державного дефіциту можуть привести до спекулятивних коливань обмінних курсів або зруйнувати міцність банків, що володіють борговими цінними паперами, поширюючи кризу на фінансовий сектор.

INTOSAI в оцінці боргової стабільності використовує показники оцінки міжнародних фінансових інституцій та власні експертні дослідження.

Серед індикаторів, які міжнародні фінансові інституції вважають необхідними для оцінки рівня боргового навантаження, можна виділити такі:

- боргові показники, зокрема строки погашення боргів, графіки погашення, чутливість до відсоткових ставок, частка заборгованості в іноземній валюті;
- індикатори, що базуються на відношенні до міжнародних резервів. Вони є дуже важливими, оскільки оцінюють можливість уникнення країною кризи ліквідності. Взаємозв'язок між резервами і короткостроковою заборгованістю є ключовим параметром оцінювання уразливості країн із певним, обмеженим доступом до ринку капіталів;
- індикатори фінансової стабільності – капіталізація фінансових інституцій, якість активів, прибутковість та ліквідність, темпи та якість зростання кредитів. Ці показники використовують для оцінки сили і слабкості фінансового сектора держави, для аналізу чутливості фінансової системи до ринкових ризиків, коливань відсоткових ставок і обмінних курсів.

Наслідки глобальної економічної кризи 2008–2009 років вказують на те, що уряди мають спрямувати свої сили на підтримку різних секторів економіки, зокрема фінансового, забезпечувати створення фондів для покриття непередбачених витрат. Непередбачені зобов'язання можуть зумовити значне зростання державної заборгованості.

¹ Debt indicators. ISSAI 5411 [Electronic resource]. – November 2010. – 34 p. – Mode of access: [www.issai.org/media\(925,1033\)/ISSAI_5411_E.pdf](http://www.issai.org/media(925,1033)/ISSAI_5411_E.pdf).

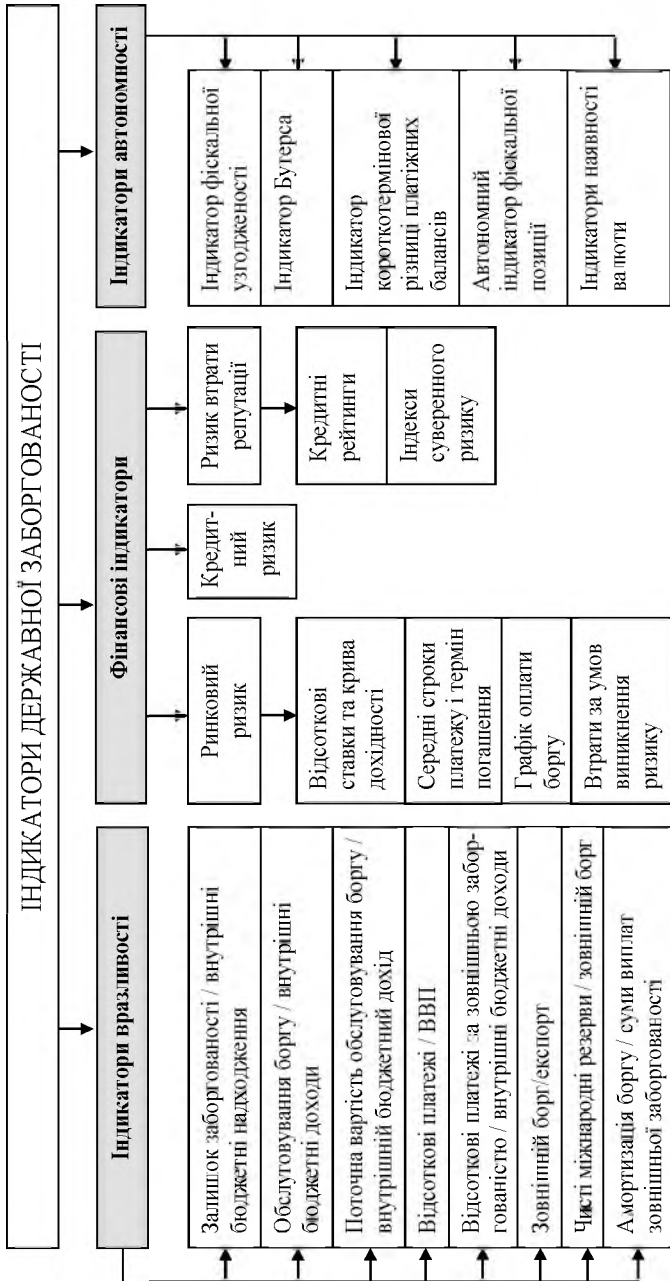


Рис. 2.2. Індикатори INTOSAI

Джерело: складено авторкою за даними Міжнародної організації вищих органів фінансового контролю

З метою задоволення цих потреб міжнародні інституції, уряди і їхні представники дослідили можливі напрями управління і запобігання уразливості економіки до боргових шоків. Найбільш підтвердженими індикаторами уразливості є коефіцієнти, що базуються на порівнянні з ВВП¹.

Після статті Бланкарта (1990)² і завдяки складнощам у використанні інших індикаторів у спеціалізованій літературі легко відстежити, що коефіцієнтом, який найчастіше використовують для характеристики боргу, є відношення запозичень до ВВП та його динаміка. Як ми вже зазначали вище, цей показник вимірює рівень боргового тягара щодо економічної активності в країні. У цьому випадку беззастережно вважають, що ресурси ВВП є достатніми для фінансування боргового тягара, що в сутності своїй не є істиною. Однак цей індикатор є найбільш важливим для оцінки рівня заборгованості країни, підкреслюючи платоспроможність уряду. Також було визначено низку інших показників, що використовують критерії співвідношення боргу до ВВП. Деякі з них мають на меті оцінку відношення відсоткових платежів або обсягу заборгованості до різних міриад доходів країни. Основні показники, які використовують цю концепцію нарахування боргів, відомі як індикатори сукупної заборгованості. Деякі з них базуються на визначенні структури заборгованості, тобто на розмірі зовнішніх і внутрішніх зобов'язань, частці зобов'язань із фіксованими, змінними та реальними ставками і сумі коротко-, середньо- та довгострокової заборгованості. Це важливі індикатори для оцінки еволюції боргу і платоспроможності, вони надають певні сигнали про погіршення або покращення становища уряду.

Із вищезазначеним коефіцієнтом пов'язані такі показники:

1. Залишок зовнішньої державної заборгованості / внутрішні бюджетні надходження. Цей коефіцієнт вимірює рівень заборгованості щодо платоспроможності уряду. Він показує кількість років, необхідних для сплати всього залишку заборгованості. Незмінний показник відношення боргу до ВВП може спричинити різні наслідки, оскільки він відображає можливості уряду збирати доходи щодо боргового тягара.

2. Обслуговування зовнішнього державного боргу / внутрішні бюджетні доходи. Цей показник вимірює можливість уряду оплатити

¹ Bolton P. Structuring and Restructuring Sovereign Debt: The Role of a Bankruptcy Regime / P. Bolton, O. Jeanne // IMF Working Paper Research Department. – 2010. – 27 p.

² Blanchard O. Suggestions for a new set of fiscal indicators, OECD / O. Blanchard // Working Paper. – 1990. – No. 79.

обслуговування боргу за допомогою внутрішніх ресурсів. Проте варто звернути увагу, що в основному розрахунки за зовнішніми державними зобов'язаннями здійснюються за рахунок надходження від експорту.

3. Поточна вартість обслуговування боргу/ бюджетні доходи – вимірює поточну вартість обслуговування боргу щодо платоспроможності уряду.

4. Відсоткові платежі / ВВП. Цей коефіцієнт відображає, наскільки обтяжливими для країни є відсоткові платежі. Він також може бути інтерпретований як можливість країни стикнутися з непродуктивними видатками.

5. Відсоткові платежі за зовнішньою державною заборгованістю / внутрішні бюджетні доходи. Вимірює фінансові кошти як пропорцію до податкових доходів.

Однак усі ці індикатори є статичними, оскільки вони стосуються певного періоду, і тому більш важливо спостерігати їхню еволюцію в динаміці. Це зумовлено наявністю взаємозв'язку між відсотковими ставками і макроекономічними змінними. Вивчення динаміки індикаторів дає нам змогу проаналізувати, який зв'язок спостерігається між цими змінними в часі. Ці базові індикатори були доповнені макроекономічними змінними з метою візуалізації уразливості в майбутній перспективі. Для ефективної оцінки зазначені вище показники часто згадуються поряд із такими:

1. Зовнішній державний борг / експорт (як ми бачили вище, цей показник використовує і МВФ). Він показує рівень заборгованості щодо експорту або можливості наявних валют. Цей показник необхідно використовувати разом із вимірюванням частки платежів з обслуговування зовнішнього державного боргу в експорті товарів та послуг, а також порівнянням непродуктивних витрат із резервами іноземних валют¹.

2. Чисті міжнародні резерви / зовнішній державний борг. Цей коефіцієнт показує, у скільки разів зовнішні державні зобов'язання перевищують резерви. Переважно супроводжується обрахунком розміру зовнішнього державного боргу до періодичності акумуляції міжнародних резервів. За потреби цей показник може інтерпретуватися як кількість років, необхідних для повернення зовнішніх державних

¹ Bolton P. Structuring and Restructuring Sovereign Debt: The Role of a Bankruptcy Regime / P. Bolton, O. Jeanne // IMF Working Paper Research Department. – 2010. – 27 p.

запозичень при збереженні стабільного ритму акумуляції міжнародних резервів.

3. Амортизація боргу / суми виплат зовнішньої державної заборгованості. Цей коефіцієнт вимірює рівень амортизації державної заборгованості як частку оплати зовнішнього державного боргу. Це оборотний коефіцієнт, який показує, чи країна рефінансує свою заборгованість через випуск нових боргових облігацій. Якщо цей коефіцієнт досягає 100, борг не рефінансується за допомогою нових запозичень.

Іншим типом індикаторів є показники *фінансової автономності*.

Одним із перших індикаторів фінансової автономності є показник, запропонований Бланккартом у 1990 році, який враховує узгодженість поточної податкової політики. Він вимірює наявне податкове навантаження і необхідне податкове навантаження:

$$t_n^* - t = \frac{\sum g}{n} + (r - q)d^* - t, \quad (2.1)$$

де t_n^* – фіскальне навантаження, d^* – відношення державної заборгованості до ВВП (у нашому випадку зовнішньої), g – видатки, r – відсоткова ставка, q – темп економічного зростання.

Цей індикатор показує розмір податкового навантаження, необхідного для стабілізації показника відношення державної заборгованості до ВВП. Якщо залежність є від'ємною, це означає, що податковий тягар є недостатнім для стабілізації згаданого показника.

Іншим часто використовуваним показником є індикатор короткотермінової різниці платіжного балансу, який показує рівень платіжного балансу, необхідний для стабілізації боргу (визначеного у співвідношенні до ВВП):

$$BP^* - BP = (r_t - n_t)b - BP, \quad (2.2)$$

де BP^* – платіжний баланс, необхідний для стабілізації державної заборгованості, BP – наявний платіжний баланс, r – динаміка реальної відсоткової ставки, n – темп приросту населення, b – відношення боргу до ВВП.

У разі рівності перманентного платіжного балансу і поточного платіжного балансу, фіскальна політика не є автономною, оскільки це призводить до зростання показника відношення державної заборгованості до ВВП.

Окрім показників уразливості та фінансової автономності державної заборгованості, які було описано вище, INTOSAI виділяє фінансові показники.

Фінансові індикатори характеризуються залежно від типу ризику.

Є три типи ризику, які впливають на розмір зовнішньої державної заборгованості та платоспроможність уряду, вони можуть бути класифіковані за такими категоріями: ринковий, кредитний та ризик втрати репутації (див. рис. 2.2).

Ринковий ризик – це втрати, з якими може стикнутися інвестор через зміни в ринкових цінах або в так званих ризик-факторах, як-от відсоткові ставки, обмінні курси тощо, внаслідок чого чиста теперішня вартість портфеля зобов'язань зазнає негативних змін унаслідок зміни ціни боргових інструментів, складових портфоліо. Найбільш типовими індикаторами ринкового ризику є:

- ♦ відсоткові ставки та крива дохідності. Для уряду міцний ринок надає можливість досягнення кращих фінансових умов у будь-який час. Тому важливо знати відсоткові ставки для кожного типу запозичення і мати можливість порівняти їх. За правильного управління запозиченнями можливо досягати оптимальної структури відсоткових ставок для оптимізації розрахунків у різні періоди. Ми би хотіли звернути увагу, що ці показники є дуже важливими для оптимізації залучення зовнішніх державних запозичень;

- ♦ середні строки платежу і термін погашення. Ці статистичні показники вимірюють середній термін, упродовж якого країна-боржник має стикнутися з обслуговуванням боргу. Показник «середні строки платежу» має обмежене використання, оскільки він враховує лише дати виплати тіла кредиту, тоді як термін погашення враховує також і дати сплати відсоткових платежів. Як правило, чим довший термін погашення облігацій, тим нижчий пов'язаний із ними ризик. Зрозуміло, що короткострокова державна заборгованість негативно впливає на макроекономічну стабільність і відповідно на індикатори конкурентоспроможності економіки країни;

- ♦ графік оплати зовнішнього державного боргу. Використовують як розподіл капітальних платежів на часовому графіку. Можуть бути створені різні адміністративні стратегії формування графіку виплат боргу, але основною ідеєю має бути створення таких регулярних виплат боргу, щоб мінімізувати ризики рефінансування значних частин заборгованості у разі несприятливих ринкових умов. Звертаємо увагу, що формування ефективного графіку виплат боргу є однією із важливих і необхідних складових оптимізації використання зовнішніх державних запозичень;

- ♦ втрати за умов виникнення ринкового ризику. Цей індикатор дає змогу оцінювати наслідки у зміні вартості різноманітних стратегій випуску нових державних боргових паперів. Таким чином

визначають максимальний рівень, якого можуть досягти фінансові витрати. Їх калькуляція базується на розподілі витрат, пов'язаних із різними ризиковими сценаріями.

Кредитний ризик визначають як потенційні втрати, що виникають унаслідок дефолту частини фінансових трансакцій або термінів і умов угоди, а також послаблення зазначених у договорі гарантій. Негативні зміни в цінах облігацій можуть виникнути внаслідок невпевненості в обіцянці виплат емітента, що таким чином збільшить ризик додаткових фінансових витрат.

Ризик втрати репутації передбачає втрати в результаті невикористаних фінансових можливостей, спричинених поганою репутацією емітента внаслідок дефолту або погіршення фінансової ситуації. Якщо ринок зрозуміє, що уряд є уразливим, приватні агенти зрештою можуть переглянути інвестиційний портфель або вимагати премію за ризик, збільшуючи фінансові витрати уряду. Аналіз репутації країни можна здійснювати через кредитні рейтинги або суверенні індикатори.

Кредитні рейтинги характеризують стан державної заборгованості країни та платоспроможність уряду. Кредитний рейтинг являє собою незалежну суб'єктивну якісну оцінку, якою інвестори керуються при визначенні ступеня довіри до кредитора, і допомагає приймати рішення про здійснення інвестицій. Кредитний рейтинг – офіційний висновок про кредитоспроможність держави, фінансової організації чи компанії. Рейтинг не є рекомендацією щодо придбання тих чи тих цінних паперів або надання кредиту, у рейтингу немає будь-яких коментарів щодо ринкових цін, ринкових умов або поведінки інвесторів. Рейтинг не є аудиторською перевіркою або кількісною оцінкою емітента, він оцінює лише ступінь кредитного ризику, який можна розглядати лише як один із факторів, спроможних впливати на рішення про здійснення інвестицій.

«Кредитний рейтинг – умовний вираз рівня кредитоспроможності позичальника, його можливості і бажання виконувати свої боргові зобов'язання, що дозволяє визначити ймовірність дефолту»¹.

Кредитний рейтинг є мірилом ризику невиконання боргових зобов'язань. Високий кредитний рейтинг дає змогу державі отримати кошти на довший термін за нижчими відсотковими ставками.

Суверенний кредитний рейтинг, який отримують держави – емітенти боргових зобов'язань, є системою умовних показників оцінки

¹ Ринок боргових цінних паперів в Україні: суперечності та тенденції розвитку: монографія / за заг. ред. І. О. Лютого. – Київ: Центр учб. літ., 2008. – 431 с.

можливості і готовності уряду країни погашати випущені боргові зобов'язання в національній і іноземних валютах відповідно до умов їх випуску, тобто кредитний ризик країни-емітента.

Водночас С. Марченко зазначає, що кредитний рейтинг є й важливим критерієм інвестиційної привабливості та платоспроможності країни, визначає рівень інвестиційної безпеки країни¹.

Отримання суверенного кредитного рейтингу дає країні-емітенту значні переваги:

1. Кредитний рейтинг покращує умови доступу емітента на фінансові ринки за рахунок підвищення довіри інвесторів і кредиторів до його боргових зобов'язань. Це може призвести до зниження витрат фінансування: інституційні інвестори, як правило, не придбають боргових зобов'язань, які не мають рейтингу, і згодні це зробити тільки за умови високої дохідності, так званої премії за невизначеність. Крім того, емітент отримує ширший вибір на ринках капіталу. В нього більше альтернатив у джерелах фінансування, що дає можливість вибирати найбільш ефективні форми позик і оптимізувати вартість запозичення.

2. За дослідженнями С. Марченка, пенсійні фонди та страхові компанії, які є основними інвесторами на ринку суверенних боргових зобов'язань,кладають свої кошти в «найбільш безпечні» цінні папери, тобто ті, які мають найвищі кредитні рейтинги. Законодавство регулює безпечність формування інвестиційних портфелів: 60 % портфеля мають становити цінні папери з рейтингом AAA, 30 % – AA та A, не більше ніж 5 % – із рейтингом нижче A.

3. Кредитний рейтинг дає змогу спростити процедуру розміщення боргових зобов'язань².

4. За високих кредитних рейтингів уряд має можливість залучати позики на вигідніших умовах: із меншими відсотками і на більшій строки.

5. Суверенні кредитні рейтинги впливають на формування рейтингів приватних національних компаній, оскільки дуже рідко приватні компанії мають вищі рейтинги, ніж уряди національних держав³.

6. Рейтинг допомагає впливати на сприйняття інвесторами кредитних ризиків і полегшує доступ на ринки капіталу навіть у складні

¹ Марченко С. Міжнародна кредитно-рейтингова оцінка інвестиційної привабливості України / С. Марченко // Банківська справа. – 2004. – № 1. – С. 48–57.

² Марченко С. М. Єврооблігації як інструмент фінансування бюджетного дефіциту / С. Марченко // Наукові праці НДФІ. – 2005. – Вип. 3 (32). – С. 57–63.

³ Марченко С. Міжнародна кредитно-рейтингова оцінка інвестиційної привабливості України / С. Марченко // Банківська справа. – 2004. – № 1. – С. 48–57.

періоди. Діяльність рейтингових агентств супроводжуються аналітичними коментарями, які сприяють підтримці впевненості в учасників ринку.

7. Отримання суверенного рейтингу країною дає можливість отримати кредитний рейтинг іншим емітентам – муніципалітетам, регіонам та підприємствам.

8. Кредитний рейтинг, як незалежна думка, може захистити державу і її цінні папери від неадекватних підозр неплатоспроможності, що зумовлені дефолтом інших країн. Однак варто звернути увагу, що у випадку зниження кредитних рейтингів деяких країн і виникнення можливості їх дефолту недовіра кредиторів може поширюватися й на інші країни з подібним станом економіки, країни–члени певного економічного об'єднання.

9. Присвоєння кредитного рейтингу дає змогу стимулювати додаткове залучення прямих іноземних інвестицій у країну та спростити експортно-імпорتنі операції.

Суверенний кредитний рейтинг розробляють спеціалізовані рейтингові агентства за певною рейтинговою шкалою. В умовах розвинутої інвестиційної індустрії шкала кредитного ризику стала найважливішим і майже єдиним інструментом прийняття інвестиційного рішення.

У міжнародному рейтинговому бізнесі домінує невелика кількість компаній. Найбільш визнаними серед міжнародних інвесторів є два американські рейтингові агентства – Standard and Poor's Corporation (S&P) і Moody's Investors Service, Inc. (Moody's), які займаються рейтинговою справою понад 50 років. Ключовими факторами потужності компаній є загальновизнаність їхніх рейтингів серед міжнародних інвесторів, емітентів і регулюючих органів.

Standard and Poor's Corporation можна вважати найдавнішим рейтинговим агентством, його історія почалася ще у 1850-х, коли Генрі Пур, редактор журналу «American Railroad Journal», оцінив інвестиційну привабливість американських залізниць. Цю ідею пізніше в 1900 р. продовжив ще журналіст Джон Муді, який уперше почав друкувати рейтинги цінних паперів відповідно до ступеня їхньої надійності. Певної кризи довіри ці сформовані агентства зазнали в часи Великої депресії, однак пізніше держава взяла участь у підтримці діяльності рейтингових агентств ¹.

Методологія, якою користуються рейтингові агентства при визнанні рейтингу тієї чи тієї країни, складається з двох головних компонентів: політичного ризику та економічного ризику.

¹ Ринок боргових цінних паперів в Україні: суперечності та тенденції розвитку : монографія / за заг. ред. І. О. Лютого. – Київ : Центр учб. літ., 2008. – 431 с.

Перший елемент стосується готовності держави виконувати свої боргові зобов'язання і залежить від стабільності таких факторів, як політична система, соціальне середовище, міжнародні відносини.

Економічний ризик характеризує ступінь спроможності країни виконувати свої боргові зобов'язання і залежить від таких чинників, як зовнішнє фінансове становище, гнучкість платіжного балансу, структура економіки і темпи її приросту, управління економікою і економічними перспективами.

Слід зазначити, що для країн із перехідною економікою, до яких належить Україна, головний акцент при прийнятті рішення про встановлення суверенного кредитного рейтингу роблять на оцінці ступеня політичного ризику, який визначають як ступінь стабільності політичної системи, соціальної атмосфери і міжнародних відносин.

Оцінка стабільності політичної системи зосереджується на таких факторах, як порядок зміни політичного лідерства, реагування і пристосування системи до перемінних соціальних і економічних умов, ступінь консенсусу щодо основних політичних, соціальних і економічних проблем, ступінь участі народу в політичних процесах, централізація процесу прийняття рішень і характеристика основних політичних партій і коаліцій.

Стабільність соціальної атмосфери оцінюють шляхом вивчення економічних (рівень життя, розподіл багатства та доходів, стан ринку праці) та неекономічних факторів (культурні і демографічні характеристики населення і політична значущість важливих регіонально-расових, релігійних та інших культурних відмінностей у країні).

Вплив міжнародних відносин на політичні ризики визначають за ступенем інтеграції в міжнародну торгівлю і міжнародні фінансові системи, ризиком національної безпеки країни.

Для визначення кредитного рейтингу країни міжнародні рейтингові агентства укладають угоди з урядовими організаціями, зокрема з Міністерством фінансів, про отримання інформації, що характеризує економічний розвиток країни. Відповідно агентствам надають статистичну інформацію щодо номінального та реального ВВП, структури населення та кількості безробітних, оцінюють ефективність діяльності уряду та індекс розвитку людини, обсяги експорту та імпорту країни, розмір внутрішнього та зовнішнього боргу.

Реєстрація у списку CreditWatch вказує на те, що рейтинг може бути змінений найближчим часом. Це слугує сигналом для інвесторів про те, що проводять додатковий аналіз. У разі якщо не виникає ніяких непередбачуваних подій, перегляд рейтингу відбувається один раз на рік.

Таблиця 2.1. Порівняльне значення кредитних рейтингів різних агентств

Загальне значення рейтингів	Moody's	S&P	Fitch
Висока здатність до виконання фінансових зобов'язань	Aaa	AAA	AAA
	Aaa	AA	AA
	A	A	A
Достатня до виконання фінансових зобов'язань, але вища чутливість до несприятливих економічних умов	Baa	BBB	BBB
	Ba	BB	BB
	B	B	B
Небезпечне становище. Виконання зобов'язань або цілком залежить від несприятливих ділових, фінансових і економічних умов, або оголошено банкрутство, але виконання фінансових зобов'язань здійснюється	Ca	CCC	CCC
	Ca	CC	CC
	C	C	C
Дефолт (неплатіж) за фінансовими зобов'язаннями		SD	D
		D	

Джерело: складено авторкою за даними Міністерства фінансів України

Як загалом класифікують рейтинги кредитних агентств – наведено у табл. 2.1.

Дохідність облігацій за методикою Moody's визначають відповідно до кредитних рейтингів таким чином: Aaa – 6,7 % річних, Aa – 6,9 %, A – 7,9 %, Baa – 7,3 % річних ¹.

Варто зауважити, що відносини з МВФ також впливають на формування кредитних рейтингів ². У випадку невиконання умов МВФ або перегляду надання позик кредитні рейтинги країн можуть зазнавати деякого зниження.

Кредитний рейтинг є індикатором, який оцінює країну як позичальника, визначає її місце на світових ринках капіталів і можливості конкуренції цінних паперів на цих ринках.

¹ Ринок боргових цінних паперів в Україні: суперечності та тенденції розвитку: монографія / за заг. ред. І. О. Лютого. – Київ: Центр учб. літ., 2008. – 431 с.

² Саркісянц А. Г. Система международных долгов / А. Г. Саркісянц. – Москва: Изд.-консалтинговая фирма «ДеКА», 1999. – 420 с.

Криза 2008–2009 років показала, що фінансовий аналіз має концентруватися на детальному аналізі не лише прямих зобов'язань країни, зокрема платежах за суверенним боргом, а й бюджетних витрат на поточний рік і довгострокових витрат, зумовлених законом (як-от зарплати і пенсії державних службовців)¹.

Ще один показник – індикатори суверенного ризику, призначені для вимірювання ступеня ризику в країні для іноземних інвесторів. Коли інвестори вирішують, у що і як інвестувати, ставлять мету максимізації доходів, вони також враховують ризик менших, ніж очікувані, доходів або випадки втрат. Доходи зазвичай вимірюють згідно з очікуваним рівнем дохідності, ризик – відповідно до очікуваних коливань дохідності. Через великі обсяги наявної інформації і високу вартість її отримання, існують проблеми асиметрії інформації і, передусім, неможливість передбачення майбутнього, оскільки важко правильно передбачити очікувану дохідність інвестицій і стандартне відхилення. Індекс суверенного ризику є базовим індикатором економічної ситуації в країні. Іноземні інвестори використовують його як додатковий елемент для прийняття рішень. Суверенний індекс дорівнює перевищенню розміру платежу за облігації порівняно з облігаціями Міністерства фінансів США. Хоча індекс суверенного ризику визначає боргову активність, цей індикатор сам по собі не може описати економічний цикл.

Варто зазначити, що погіршення показників оцінювання репутації країни–емітента цінних паперів можуть негативно впливати на конкурентоспроможність економіки країни.

На рис. 2.3 наведено систему оцінки тягаря зовнішньої державної заборгованості і здатності країни обслуговувати свій зовнішній державний борг, що здійснюється іншою міжнародною фінансовою інституцією – Світовим банком.

Як бачимо, значна частина показників збігається з тими, які визначають МВФ і INTOSAI. Зарубіжні та вітчизняні науковці своєю чергою для оцінки зовнішньої державної заборгованості також виділяють низку показників.

Зокрема, Р. Дорнбуш і С. Фішер наголошували, що необхідно оцінювати співвідношення зовнішньої державної заборгованості і сукупного доходу країни, а не абсолютні розміри зовнішнього

¹ Bolton P. Structuring and Restructuring Sovereign Debt: The Role of a Bankruptcy Regime / P. Bolton, O. Jeanne // IMF Working Paper Research Department. – 2010. – P. 32.



Рис. 2.3. Показники оцінки зовнішньої державної заборгованості за методикою Світового банку

Складено авторкою за даними: Управление внешним долгом: Вводный курс : монография / Всемирный банк. – [Б. и.], 1994. – 252 с.

державного боргу, оскільки саме ВВП показує масштаби економіки¹. Ця ідея є цілком логічною, адже абсолютні розміри державної заборгованості справді не можуть надати інформацію про платоспроможність уряду кожної країни. Це ми можемо побачити, зокрема, на прикладі США, розмір абсолютної державної заборгованості яких є суттєвим, але водночас це не створює таких загроз економіці країни, як у інших державах, унаслідок значних обсягів ВВП та внутрішніх фінансових ресурсів Сполучених Штатів Америки.

¹ Дорнбуш Р. Макроекономіка / Р. Дорнбуш, С. Фішер ; пер. з англ. В. Мусієнко, В. Овсієнко. – Київ : Основи, 1996. – 814 с.

Згідно з оцінкою Ш. Бланкарта, оскільки процентні платежі держави щодо обслуговування державної заборгованості мають здійснюватися за рахунок ВВП, то в довгостроковому періоді темпи приросту державного боргу не мають перевищувати темпів приросту ВВП¹.

В. Кляйн у своїй монографії «Переоцінка зовнішнього боргу» для аналізу заборгованості латиноамериканських країн використовує низку таких показників: обсяг номінального зовнішнього державного боргу, обсяг реального зовнішнього державного боргу, коефіцієнт співвідношення чистого зовнішнього державного боргу (загальний борг мінус обсяг резервів) і експорту товарів і послуг, коефіцієнт співвідношення чистого зовнішнього державного боргу і валового національного продукту, коефіцієнт співвідношення чистих процентних платежів і експорту товарів та послуг².

Г. Берд і Р. Повелл звертають увагу на те, що можливість країни розрахуватися за своїми зовнішніми державними зобов'язаннями залежить від того, як країна може накопичувати свої заощадження і перетворювати їх на резерви іноземної валюти. За значного економічного зростання міжнародні резерви нарощуватимуться, водночас із економічним зростанням зменшуватиметься співвідношення боргу до ВВП. Так само показник обслуговування боргу (відношення платежів до експортних надходжень) залежить від зростання експорту. Основна частина аналізу зовнішньої заборгованості зводиться до прогнозування економічного зростання та зростання експорту. Але досить важко передбачити зовнішні шоки, які можуть суттєво вплинути на економічну ситуацію в країні. Спроможність розраховуватися за зовнішніми зобов'язаннями також суттєво залежить від можливості залучати нові позики, які теж важко спрогнозувати. І врешті важливим чинником є внутрішня політика в країні, яка дуже впливає на її економічне становище і відповідно на економічне зростання та обсяг експорту³. Ми цілком підтримуємо думку Г. Берда і Р. Повелла щодо важливості економічного зростання та зростання експортних надходжень для спроможності країни розраховуватися за своїми зовнішніми борговими зобов'язаннями. Варто також зазначити, що у багатьох випадках саме внутрішня політика суттєво

¹ Бланкарт Ш. Державні фінанси в умовах демократії. Вступ до фінансової науки : пер. з нім. / Ш. Бланкарт. – Київ : Либідь, 2000. – 654 с.

² Cline W. R. International debt reexamined / W. R. Cline. – Washington, DC : Institute for International Economics, 1995. – 535 p.

³ Boughton J. Finance, Development and The IMF / J. M. Boughton, R. Lombardi. – Oxford University Press, 2009. – 315 p.

впливає на макроекономічне становище в країні і на формування державної заборгованості.

А. М. Мних вважає одним із найважливіших показників оцінки боргового тягара відношення виплат з обслуговування і погашення зовнішнього державного боргу до доходів бюджету та ВВП. Важливим, на його думку, є також розподіл боргового навантаження у часовій перспективі. Негативним є також короткостроковість запозичень, що викликає необхідність залучення нових ресурсів для їх погашення. Водночас А. Мних стверджує, що необхідно віддавати перевагу внутрішнім запозиченням, а не зовнішнім. Критерієм ефективності використання запозичень автор вважає показник «величини чистих міжнародних резервів», який визначається як різниця між валовими резервами НБУ і сумою зовнішніх зобов'язань¹.

У багатьох розвинутих країнах вважають, що допустимими є такі темпи зростання державної заборгованості, коли її приріст не перевищує річного обсягу капіталовкладень.

Важливим і дискусійним є питання гранично допустимих обсягів показників зовнішньої державної заборгованості.

Між міжнародними організаціями немає узгодженості щодо встановлення мінімальних допустимих рівнів для цих індикаторів. У табл. 2.2 відображено мінімальні запропоновані граничні показники оцінки рівня державної заборгованості в цілому для країн, які розвиваються, що надані двома різними міжнародними інституціями.

Таблиця 2.2. Граничні обсяги показників уразливості державної заборгованості

Індикатори вразливості	Debt Relief International	МВФ
Обслуговування боргу / доходи	28–63 %	25–35 %
Теперішня вартість боргу / доходи	88–127 %	200–300 %
Відсоткові платежі / доходи	4,6–6,8 %	7–10 %
Борг / ВВП	20–25 %	25–30 %
Борг / доходи	92–167 %	90–150 %

Складено авторкою за даними: Vulnerability Indicators, International Monetary Fund [Electronic resource] // Foreign Affairs Department: Technical Note. – April 30, 2003. – Mode of access: www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10232.pdf.

¹ Мних А. М. Механізм оцінки боргового тягара в Україні як спосіб підвищення ефективності державних запозичень / А. М. Мних // Економіка, Фінанси, Право. – 2010. – № 1. – С. 14–17.

Як бачимо, відповідно до досліджень МВФ максимально безпечний обсяг зовнішньої державної заборгованості не має становити більше ніж 25–30 % ВВП (для країн із середнім та низьким рівнями доходів). Якщо ж країна залучає державні запозичення у більших розмірах, то ймовірність розгортання фінансових криз зростає до 68,8 %. Країна має потенціал для запозичення, якщо граничний продукт капіталу вищий за відсоток, що сплачується за іноземними кредитами. І є потенціал обслуговування зовнішнього боргу, якщо відсоткова ставка нижча за темпи зростання експорту, який є джерелом надходження іноземної валюти, необхідної для погашення зовнішніх боргів. Прийняті показники – платежі з обслуговування боргу – не мають перевищувати 20–25 %.

Граничні розміри зовнішньої державної заборгованості, які визначає МБРР, подано у табл. 2.3.

Причому для країн, що розвиваються, МБРР визначає критичний рівень відношення зовнішнього державного боргу до ВВП у розмірі ще нижчому – 15–25 %.

Таблиця 2.3. Показники оцінки рівня зовнішньої державної заборгованості згідно з оцінками МБРР

Показник	Низький рівень заборгованості	Помірний рівень заборгованості
Відношення боргових платежів до експорту товарів та послуг	18 %	18–30 %
Відношення зовнішнього валового боргу до ВВП	менше ніж 48 %	48–80 %
Відношення валового зовнішнього боргу до експорту	менше ніж 132 %	132–220 %
Відношення платежів з обслуговування зовнішнього боргу до експорту товарів і послуг	менше ніж 12 %	12–20 %

Джерело: складено авторкою за даними Світового банку.

У сучасній літературі використовують такі основні показники оцінки тягаря зовнішньої державної заборгованості: відношення зовнішнього державного боргу до експорту та відношення зовнішнього державного боргу до ВВП. Відповідно виділяють три основні типи країн: 1) з надмірною заборгованістю – показники відповідно не більше ніж 220 і 80 %; 2) з помірною заборгованістю – обидва показники не більше ніж 60 %; 3) з низьким рівнем заборгованості – обидва показники нижче ніж 60 %¹.

¹ Маханець Л. А. Зовнішній борг і політичний ризик / Л. А. Маханець // Фінанси України. – 2000. – № 2. – С. 64–68.

А. Г. Саркісянц також вважає, що найбільш ефективними для оцінки платоспроможності країни за своїми зобов'язаннями є показники відношення зовнішнього державного боргу до ВВП і зовнішнього державного боргу до експорту. Згідно з його дослідженнями, в 1960-х роках розмір зовнішньої державної заборгованості був безпечним у тому випадку, якщо відношення виплат із державної заборгованості до експорту становило не більше ніж 7 %, наприкінці 1960-х цей показник підняли до 10 %, а в 1990-х – до 30 %. Безсумнівним, на думку цього автора, має бути той факт, що експортні надходження мають зростати вищими темпами, ніж процентні витрати за заборгованістю¹. Відношення боргу до обсягів експорту, на думку А. Г. Саркісянца, має важливе значення для оцінки, оскільки при перевищенні критичного значення у 275 % може частково або повністю списуватися зовнішня заборгованість країни. Такі ситуації вже мали місце, наприклад, в історії Польщі, Болгарії у 1990-х роках.

К. Райнхарт і К. Рогофф стверджують, що розмір зовнішньої державної заборгованості (в країнах, що розвиваються) має становити не більше ніж 15–30 % ВВП².

Дослідження Т. Корделлі на основі проведеного аналізу динаміки зовнішньої державної заборгованості 80 країн показали, що граничний розмір зовнішнього боргу сягає 20–35 % ВВП³.

Дж. Імбс і Р. Рансьєр своєю чергою встановили, що при досягненні державної заборгованості у 30–35 % ВВП вона негативно впливає на економічне становище в країні⁴. Дослідження Т. П. Вахненка також показують, що перевищення зовнішнього державного боргу на 30–35 % ВВП негативно впливає на економічне зростання в країні⁵.

С. І. Юрій, посилаючись на аналіз, проведений МВФ, підкреслює, що розмір зовнішньої державної заборгованості не має перевищувати 35–37 % ВВП, оскільки за наявності більш значних обсягів заборгованості скорочуються темпи зростання доходу на душу населення у країні⁶.

¹ Саркісянц А. Г. Система международных долгов / А. Г. Саркісянц. – Москва: Изд.-консалтинговая фирма «ДеКА», 1999. – 420 с.

² Reinhart R. Debt Intolerance / R. Reinhart, K. Rogoff, M. Savastano // Brookings Papers on Economic Activity. – 2003. – No. 1. – P. 1–62.

³ Boughton J. Finance, Development and The IMF / J. M. Boughton, R. Lombardi. – Oxford University Press, 2009. – 315 p.

⁴ Imbs J. The Overhang Hangover / J. Imbs, R. Ranciere // World Bank Policy Research Working Paper. – 2005. – No. 3673.

⁵ Вахненко Т. П. Державний борг України та його економічні наслідки: монографія / Т. П. Вахненко. – Київ: Альтпрес, 2000. – 152 с.

⁶ Становлення доктрини фінансової системи України: монографія / за ред. С. І. Юрія, О. М. Десятнюк. – Тернопіль: Екон. думка, 2008. – 190 с.

В. В. Козюк називає інші допустимі обсяги зовнішньої державної заборгованості: 60 % у співвідношенні борг/ВВП, 15–18 % – платежі за погашенням боргу/експорт¹.

І. Т. Манцуров у своїй монографії визначає такі граничні показники: відношення зовнішнього державного боргу до ВВП – 40 %, відношення боргу до експорту товарів і послуг, що дає змогу погашати зовнішні зобов'язання, – граничний рівень 150 %, і відношення платежів із погашення і обслуговування боргу до експорту товарів і послуг (коєфіцієнт норми обслуговування боргу) – не вище ніж 20 %².

Дослідження К. Рейнхарта та К. Рогольфа свідчать, що за рівня державної заборгованості менше ніж 90 % ВВП не спостерігається тісного взаємозв'язку між зовнішнім державним боргом і економічним зростанням. Однак дослідження показують, що для країн, що розвиваються, поріг державної заборгованості є нижчим. Так, у випадку досягнення зовнішньої заборгованості 60 % ВВП, щорічний темп економічного зростання скорочується на 2 %, а за більших обсягів державної заборгованості рівень економічного приросту скорочується вдвічі. Окрім того, у країнах, що розвиваються, зі зростанням розмірів зовнішньої заборгованості спостерігається значний ріст рівня інфляції. Щодо розвинутих країн взаємозв'язку між розміром державної заборгованості та інфляцією не встановлено (окрім США, у яких значні обсяги державної заборгованості суттєво впливають на зростання інфляції).

Умови, за яких спостерігалось зростання зовнішньої заборгованості, також є важливими. Зокрема, борг, нагромаджений у часи війни, менше впливає на економічне зростання і інфляцію, ніж заборгованість, нарахована в мирний період³.

Як бачимо, дослідження міжнародних фінансових інституцій та економістів-науковців щодо граничних розмірів зовнішньої державної заборгованості мають різноманітні результати. Проте в середньому граничний розмір зовнішнього державного боргу оцінюють у 15–35 % ВВП.

Ми би також хотіли звернути увагу, що при встановленні граничного розміру державної заборгованості для країни важливою є її боргова історія.

¹ Козюк В. В. Державний борг в умовах ринкової трансформації економіки України : монографія / В. В. Козюк. – Тернопіль : Карт-бланш, 2002. – 238 с.

² Статистика економічного зростання та конкурентоспроможності країни : монографія / І. Т. Манцуров. – Київ : КНЕУ, 2006. – 388 с.

³ Reinhart R. Debt Intolerance / R. Reinhart, K. Rogoff, M. Savastano // Brookings Papers on Economic Activity. – 2003. – No. 1. – P. 1–62.

Результати досліджень МВФ вказують, що протягом останніх 30 років 35 % дефолтів було зафіксовано в країнах, обсяг державної заборгованості в яких не перевищував 40 % ВВП, причому 55 % усіх дефолтів відбулися у країнах із розміром державної заборгованості нижче ніж 60 % ВВП. Середній рівень державної заборгованості у країнах у рік, що передував дефолту, становив 50 % ВВП.

Т. П. Вахненко, проаналізувавши використання методів економічного моделювання, дійшла висновку, що у разі досягнення державної заборгованості розміру 75–95 % ВВП імовірність невиконання державою своїх боргових зобов'язань становить 50 %, якщо ж обсяги непогашеного боргу перебувають на рівні 58–64 % ВВП, то така ймовірність сягає 30 %. Щоби ймовірність порушення державою графіка боргових платежів не перевищувала 5 %, державний борг має становити лише 17 % ВВП¹.

Загалом у дослідженнях міжнародних інституцій та окремих науковців визначено низку показників, що характеризують розміри зовнішньої державної заборгованості. Проте, на нашу думку, для оцінки гранично допустимих обсягів зовнішнього державного боргу необхідно враховувати поєднання різних індикаторів. Робити висновки про борговий стан країни, наприклад, лише на основі коефіцієнта співвідношення зовнішнього державного боргу до ВВП є помилковим. Окрім того, варто звернути увагу, що одні й ті самі значення показників у різних країнах свідчатимуть про різний стан платоспроможності уряду. Великий обсяг зовнішньої державної заборгованості не завжди впливає на порушення стабільності макроекономічної системи. Важливим є аналіз системи показників зовнішньої державної заборгованості в динаміці, а також проведення оцінки загального стану економіки досліджуваної країни. Суттєво впливають на можливість країни розраховуватися за своїми зовнішніми зобов'язаннями стан платіжного балансу країни, розміри дефіциту бюджету, темпи економічного зростання. Країни, які мають значний економічний потенціал, посідають вагоме місце на міжнародних ринках капіталів, економіка яких стабільно розвивається і є конкурентоспроможною на світових ринках, можуть обслуговувати більші обсяги державної заборгованості і у разі виникнення боргових криз швидше відновлюються.

¹ Вахненко Т. П. Зовнішні боргові зобов'язання у системі світових фінансово-економічних відносин / Т. П. Вахненко. – Київ : Фенікс, 2006. – 536 с.

2.2. Взаємозв'язок зовнішніх державних запозичень та розвитку економік країн світу

Упродовж останніх десятиліть у всьому світі спостерігається стійка тенденція зростання обсягів державної заборгованості. Державні запозичення є одним із додаткових джерел капітальних ресурсів для фінансування як інвестиційних, так і поточних потреб країн.

Вплив зовнішніх державних запозичень на економіки країн світу, на їхню конкурентоспроможність є неоднозначним явищем, особливо в період фінансової нестабільності. Зокрема, згідно з дослідженням К. Рейнхарта і К. Рогольфа, внаслідок фінансових криз спостерігається зростання обсягів державної заборгованості (в середньому до 86 %), в основному це зумовлено нестачею бюджетних коштів на урядові витрати¹. Фінансова криза 2008–2009 років спричинила зростання обсягів державної заборгованості, переважно зовнішньої, оскільки країни відчували брак фінансових ресурсів для підтримання економічної стабільності. Проте таке нарощення обсягів зовнішньої заборгованості поряд із негативною економічною ситуацією та значними обсягами державних дефіцитів зумовлює виникнення боргових криз, що негативно впливають на конкурентоспроможність економік цих країн.

Варто звернути увагу, що показник відношення державного боргу до ВВП зріс у багатьох країнах у різних регіонах світу. Зокрема, найвищі темпи зростання спостерігаються у країнах Великої сімки (G7), розвинутих країнах та країнах Європейського Союзу (Єврозони зокрема) (рис. 2.4).

Згідно з критеріями Маастрихтської угоди відношення державного боргу до ВВП у країнах Європейського Союзу має бути нижче ніж 60 %. Водночас, середній рівень державної заборгованості в країнах Європейського Союзу в 2017 складав 81,6 %, в країнах Єврозони – 86,7 %².

¹ Reinhart R. Debt Intolerance / R. Reinhart, K. Rogoff, M. Savastano // Brookings Papers on Economic Activity. – 2003. – No. 1. – P. 1–62.

² General government gross debt as a percentage of GDP [Electronic resource]. – Mode of access: http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=sdg_17_40&plugin=1.

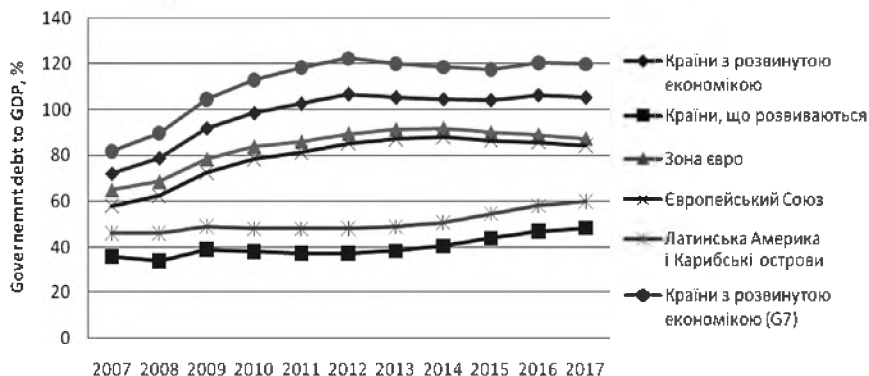


Рис. 2.4. Державний борг щодо ВВП у різних регіонах світу

Джерело: Міжнародний валютний фонд: General government gross debt [Electronic resource] / IMF data. – Mode of access: http://www.imf.org/external/datamapper/GGXWDG_NGDP@WEO/OEMDC/ADVEC/EURO/EU/MAE/WE

Коли євро було впроваджене як єдина валюта (в 2002 році), середній рівень державних зобов'язань у країнах Європейського Союзу становив 70 % ВВП.

У 2017 році в 15 країнах Європейського Союзу рівень державної заборгованості був вищий, аніж визначені 60 % ВВП (рис. 2.5).

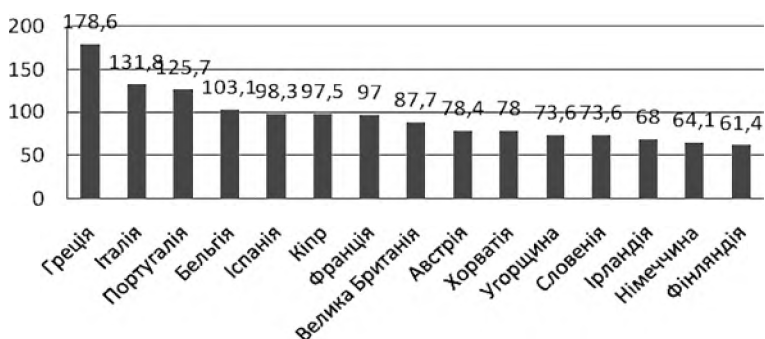


Рис. 2.5. Країни – члени Європейського Союзу, в яких рівень державної заборгованості вищий ніж 60 % ВВП (2017 рік)

Джерело: General government gross debt [Electronic resource]. – Mode of access: http://ec.europa.eu/eurostat/en/web/products-datasets/-/SDG_17_40

Частка державної заборгованості, що перебувала у власності нерезидентів у 2017 році у Європейському Союзі, була найвища на Кіпрі (82,2 %), у Литві (73,3 %), Латвії (67,6 %), Фінляндії (67,4 %) і Австрії (67,1 %) ¹.

З огляду на важливість сучасного стану зовнішньої державної заборгованості окремих країн Європейського Союзу і її суттєвий вплив на міжнародну конкурентоспроможність цих країн і світову економіку загалом, на нашу думку, варто звернути увагу на історію розвитку їхньої заборгованості, що є також важливим для аналізу і запобігання повторення такої практики в Україні.

Показовим є факт стрімкого зростання державної заборгованості, в тому числі зовнішньої, низки європейських країн, зокрема, відомих як PIIGS (Португалія, Італія, Ірландія, Греція, Іспанія). Поряд із високими темпами приросту обсягів державної заборгованості у відношенні до ВВП у цих країнах є значний дефіцит державних бюджетів.

Боргові кризи, з якими стикнулися країни ЄС, є яскравим прикладом негативного впливу значних обсягів державного боргу на економіку країн, на їхню міжнародну конкурентоспроможність.

Боргова криза країн ЄС розвивалася в декілька етапів:

1. Поступове нарощення державної заборгованості низки країн ЄС і підвищення обсягів залучення державних запозичень як наслідок нестачі внутрішніх державних коштів у період світової фінансової нестабільності (2002–2009 роки).
2. Загострення боргової кризи. Залучення кредитів МВФ із метою стабілізації економічної ситуації та покриття витрат на обслуговування наявної зовнішньої державної заборгованості.
3. Використання фінансових ресурсів Європейського стабілізаційного фонду та монетарних важелів Європейського центрального банку (далі – ЄЦБ).
4. Пошук радикальних планів зменшення державної заборгованості у зв'язку зі збереженням негативних економічних тенденцій та поширенням боргової кризи на інші країни ЄС.

¹ Structure of government debt [Electronic resource]. – Mode of access: https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Structure_of_government_debt.

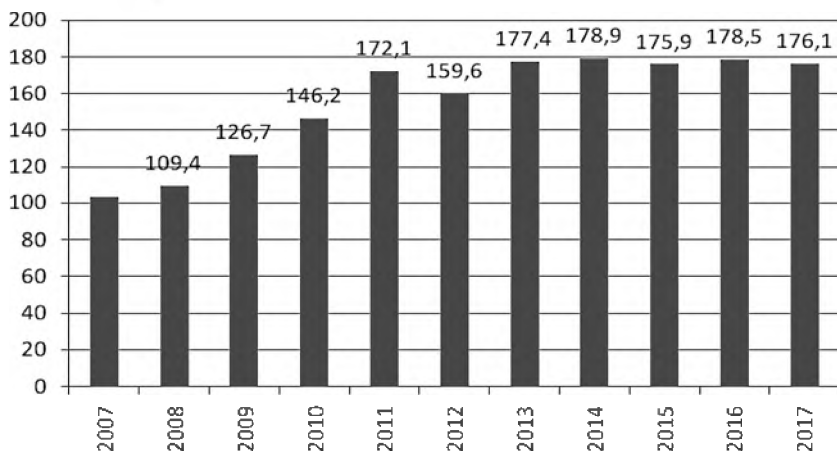


Рис. 2.6. Державний борг Греції щодо ВВП, %

Джерело: Structure of government debt [Electronic resource]. – Mode of access: https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Structure_of_government_debt

Криза державної заборгованості Греції привернула увагу світової спільноти і економістів-дослідників. Як бачимо на рис. 2.6. державний борг Греції щодо ВВП є значним. Греція стикнулася з проблемами тягаря державної заборгованості після фінансової кризи, в 2010 році уряд Греції оголосив про можливість дефолту, таким чином загрожуючи фінансовій стабільності у Європейському Союзі.

Греція вступила до Європейського Союзу у 2000 році, однак, на думку деяких європейських і американських дослідників, економічна система Греції не була підготовлена до цього процесу. В 2004 році стало очевидно, що уряд Греції подав не зовсім достовірні статистичні дані з метою приєднання до Європейського Союзу.

На нашу думку, головною причиною кризи суверенної заборгованості в Греції є низька конкурентоспроможність грецької економіки на європейському ринку. Пол Кругман вважає, що Греція вступила до Єврозони «раніше, ніж країна була готова до цього експерименту»¹. Звісно, є багато переваг використання єдиної валюти, однак варто зауважити, що країни-члени Європейського Союзу обмежені

¹ Krugman P. The Making of a Euromess [Electronic resource] / P. Krugman. – Mode of access: <http://www.nytimes.com/2010/02/15/opinion/15krugman.html>.

у використанні монетарних інструментів, зокрема не можуть девальвувати власну валюту і таким чином стимулювати експорт.

У 2010 році Рада директорів МВФ схвалила трирічну угоду стенд-бай для Греції згідно з терміновим фінансовим механізмом на суму 26,4 млрд спеціальних прав запозичення (СПЗ) (3,212 % квоти)¹.

Умовами надання фінансування МВФ було виконання стабілізаційної програми у шість етапів, із плановими перевітками МВФ. У цілому комплекс реформ передбачав такі основні напрями:

1. Зменшення показника борг/ВВП і бюджетного дефіциту.
2. Коригувальні заходи: скорочення бюджетних витрат за рахунок скасування додаткових святкових зарплат, обмеження в інвестиціях, зменшення невиправданих соціальних трансфертів, консолідація місцевих бюджетів, нижчі субсидії для державних підприємств; збільшення ПДВ (стандартної ставки з 21 до 23 %); проведення фіскальних реформ із метою зниження витрат на адміністрування податків.
3. Проведення жорсткої пенсійної реформи, що передбачало продовження пенсійного віку, зменшення розміру пенсійних виплат та перегляд цінових пільг.
4. Покращення управління сфери охорони здоров'я (ведення обліку витрат, звітування, вдосконалення механізмів ціноутворення).
5. Проведення структурних реформ із метою поліпшення конкурентоспроможності країни через скорочення кількості працівників міських адміністрацій.
6. Зміцнення банківської системи. Створення фінансового стабілізаційного фонду, що мав на меті забезпечення підтримання достатнього рівня капіталу банків.

Згідно зі звітом МВФ від 2010 року ці критерії були виконані, водночас, місія МВФ зазначила про наявність слабого контролю за державними витратами. Поряд із тим економічні реформи з метою скорочення державних витрат спричинили зростання незадоволення населення та виникнення масових акцій протесту, підриваючи політичну стабільність у країні².

Аналіз, проведений дослідниками МВФ, засвідчив, що стан зовнішньої державної заборгованості дуже чутливий до несприятливих

¹ Greece: Stand-By Arrangement – Review Under the Emergency Financing Mechanism [Electronic resource]. – July 2010. – IMF – Country Report No. 10/217. – 23 p. – Mode of access: www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2010/cr10217.pdf.

² Ibid.

економічних шоків. На динаміку зовнішньої заборгованості Греції негативно впливали низькі темпи економічного зростання; вищі відсоткові ставки, порівняно з іншими країнами еврозони. Водночас, варто зауважити і значне фінансове навантаження на МВФ – витрати на стабілізацію економіки Греції були найвищими за весь період існування фонду (в перший рік – 584 % квоти, в другий – 1550 % квоти і найбільші виплати в 2013 році – 3200 %) ¹.

Незважаючи на грошову допомогу ЄС і МВФ, фінансова ситуація у Греції погіршувалась. Варто зазначити, що застосовані економічні реформи та використання допомоги МВФ і країн ЄС не дали змоги знизити державну заборгованість.

Ще в 2011 році дослідники обговорювали три основні можливі напрями стабілізації економічної ситуації у Греції:

1. Продовження надання фінансової допомоги від Європейського фінансового стабілізаційного фонду та ЄЦБ.
2. Реструктуризація державної заборгованості.
3. Вихід із еврозони.

МВФ та ЄЦБ наполягали, що кошти були виділені Греції з метою стабілізації державної заборгованості й уникнення реструктуризації, тому необхідно надати час уряду Греції для реалізації економічних реформ і поступового відновлення довіри фінансових ринків ².

Проте останніми роками неодноразово поставало питання доцільності подальшого фінансування програми подолання урядом Греції боргової кризи, що вимагало додаткових ресурсів у країн-членів Євросоюзу. Варто зазначити, що, отримуючи фінансову допомогу, уряд Греції був змушений реалізувати низку економічних реформ, що негативно впливало на суверенну незалежність країни і сприяло поширенню негативних настроїв серед населення ³. Збереження негативних тенденцій державної заборгованості та стійкого бюджетного дефіциту зумовили пошук альтернативних варіантів, один із них – реструктуризація державної заборгованості Греції.

Значна кількість економістів вважали, що реструктуризація є дешевшим заходом, ніж надання нових позик, які можуть бути не

¹ Guidance for Conducting a Public Debt Audit – The Use of Substantive Tests in Financial Audits [Electronic resource]. – INTOSAI. – 41 p. – Mode of access: [www.issai.org/media\(490,1033\)/ISAAI_5440_E.pdf](http://www.issai.org/media(490,1033)/ISAAI_5440_E.pdf).

² United Nations Conference on Trade and Development. – No. 199. – June 2010. – 22 p.

³ Cottarelli C. Default in Today's Advanced Economies: Unnecessary, Undesirable, and Unlikely / C. Cottarelli, L. Forni, Gottschalk, P. Mauro // International Monetary Fund. – 2010. – September 1. – 26 p.

повернені. Борговий тягар Греції потребував скорочення приблизно на 50 %. Європейські чиновники пропонували різні шляхи досягнення цієї мети: зменшення основної суми боргу, зниження відсоткових ставок, подовження строків погашення державної заборгованості ¹. Однак політики, особливо ті, які брали участь у виборах у своїх країнах і мали звертати увагу на думку громадськості, намагалися відтермінувати жорсткі рішення ².

Варто звернути увагу, що питання реструктуризації державної заборгованості також викликало дискусії щодо особливостей структури державної заборгованості уряду Греції, а також її місця у ЄС.

Єврооблігації грецького уряду перебувають у власності Європейського центрального банку, центральних і приватних банків країн Європи, зокрема значна їхня частка – у активах німецьких банків (рис. 2.7).

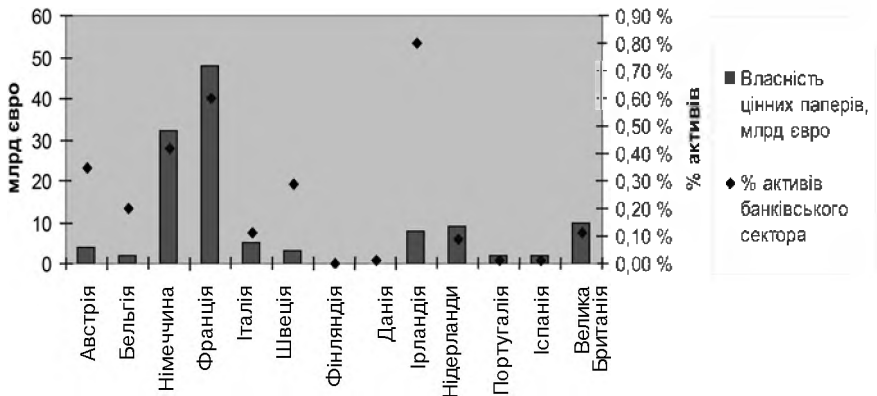


Рис. 2.7. Державні облігації уряду Греції у власності іноземних банків

Джерело: Does Excessive Sovereign Debt Really Hurt Growth? A Critique of This Time Is Different, by Reinhart and Rogoff by Yeva Nersisyan L. Randall Wray June [Electronic resource] // Working Paper No. 603. – Mode of access: www.levyinstitute.org/publications/?docid=1273

¹ The euro's problems. Tomorrow and tomorrow. The euro zone's finance ministers continue to act as if time is on their side 2011 [Electronic resource]. – Mode of access: <http://www.economist.com/node/18713850>.

² Does Excessive Sovereign Debt Really Hurt Growth? A Critique of This Time Is Different, by Reinhart and Rogoff by Yeva Nersisyan L. Randall Wray June [Electronic resource] // Working Paper No. 603. – Mode of access: www.levyinstitute.org/publications/?docid=1273.

З огляду на це у випадку реструктуризації політики країн ЄС припускали ймовірність поширення кризових явищ на банківські системи країн, що зумовить необхідність додаткової офіційної допомоги, а також імовірний розвиток боргової кризи в Ірландії, Португалії і навіть Іспанії.

Як бачимо, наявність тісного зв'язку державної і приватної заборгованості в Європі поглибило глибину боргової кризи (див. рис. 2.7). Бажання зберегти стабільність банківської системи спричинило поступове нарощування державної заборгованості.

Деякі дослідники пропонували найбільш радикальний варіант подолання грецьким урядом боргової кризи – вихід із зони євро. Із погіршенням стану економіки Греції та зростанням незадоволення населення як Греції, так і інших країн ЄС цю можливість розвитку подій дослідники обговорювали дедалі частіше.

Цей варіант дав би змогу вирішити проблему конкурентоспроможності, надавши можливість країні девальвувати власну запроваджену валюту і стимулювати експорт. Однак зарубіжні економісти стверджують, що Греція не має конкурентоспроможних галузей економіки, які могли б сприяти економічному зростанню країни. І вихід із єврозони міг би спричинити неминучий дефолт країни, оскільки державний борг Греції номінований у євро, що своєю чергою підсилить фінансову нестабільність, оскільки може спричинити вплив коштів із банків Греції до інших банківських установ країн Євросоюзу.

Вихід Греції із зони євро міг зумовити збільшення боргового тягара Греції майже вдвічі, вплив капіталу з країни та порушення фінансової стабільності європейських банків і в цілому міг поставити під сумнів членство країни в Євросоюзі, що відповідно позбавить її фінансової підтримки¹.

З іншого боку, дефолт усередині єврозони зумовив би залежність країни від політики ЄЦБ і урядів інших держав.

Згідно з рішеннями саміту ЄС в червні й жовтні 2011 року було здійснено обмін державних облігацій грецького уряду, які перебувають у власності приватних установ, на облігації з довшим терміном погашення, що по суті можна вважати одним із видів реструктуризації. Цей захід зумовив необхідність підтримки банківських систем низки європейських країн через наявність значної частки державних облігацій уряду Греції у власності іноземних банків.

¹ Greece: Staff Report on Request for Stand-By Arrangement [Electronic resource]. – May 2010. – IMF. – Country Report No. 10/110. – 146 p. – Mode of access: www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2010/cr10110.pdf.

Варто зазначити, що суттєвим недоліком урегулювання боргової кризи в Греції була наявність значної кількості інституцій, таких як ЄЦБ, Європейська комісія, МВФ, і відповідно представників урядів різних країн, що негативно впливало на швидкість прийняття рішення про методи подолання боргової кризи. Брак єдиної стратегії і залежність дій уряду Греції від політичних рішень різних країн суттєво ускладнювали ситуацію і спричиняли додаткові фінансові витрати, зростання політичної нестабільності в Євросоюзі. Окрім того, поступово наростало незадоволення населення Греції, яка втрачала свою економічну і політичну незалежність.

Водночас спостерігалось зростання незадоволення громадян багатьох європейських країн у зв'язку з необхідністю виділення фінансових ресурсів цих держав на підтримання стабільності фінансової ситуації у Греції.

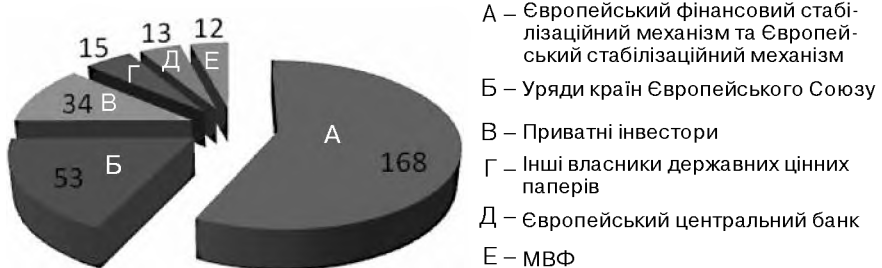


Рис. 2.8. Державний борг Греції:
розподіл за кредиторами, млрд євро

Як бачимо на рис. 2.8, найбільш обсяг позик для уряду Греції надійшов із Європейського фінансового стабілізаційного механізму та Європейського стабілізаційного механізму – 168 млрд євро (фонд формується за рахунок внесків країн Європейського Союзу), значна частка припадає також безпосередньо на кредити урядів країн та Європейський центральний банк. Така структура державної заборгованості Греції підкреслює залежність уряду країни від вимог кредиторів і водночас посилює ризики для інших країн – членів Європейського Союзу (і невдоволення громадян).

На нашу думку, боргова криза в Греції дала змогу зробити певні висновки щодо ефективності різних інструментів управління державним боргом. У цьому випадку фіскальна консолідація не дала очікуваних результатів. В цілому, як показують дослідження Е. Балдаччі і С. Гупти, лише 12 % країн змогли зменшити розмір

державної заборгованості до передкризового рівня, 16 років використовуючи інструменти фіскальної консолідації¹. Для країн із низькою конкурентоспроможністю і високим рівнем державної заборгованості використання фіскальної консолідації є недостатньо ефективним інструментом, оскільки економічне відновлення є довготерміновим процесом. Вважаємо, що у таких випадках більш доцільно використовувати механізм реструктуризації державної заборгованості.

Наразі платежі з обслуговування і повернення державної заборгованості Греції є значними і згідно з графіком виплат розподілені до 2060 року². І хоча економісти прогнозують економічне зростання у країні, зауважимо, що державний борг Греції і нині є тягарем для її економіки і подальшого розвитку.

Водночас із наростанням боргової кризи в Греції існувала проблема її поширення на інші країни зони євро, зокрема Португалії (рис. 2.9).

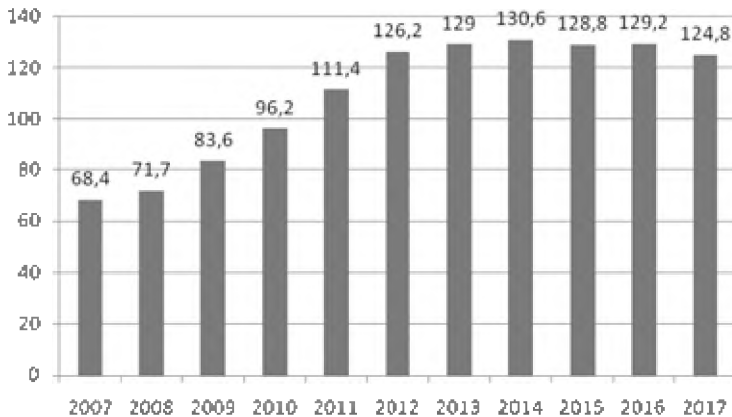


Рис. 2.9. Державний борг Португалії, % ВВП

Джерело: Public Debt Management and Fiscal Vulnerability: Potential Roles for SAIs
INTOSAI Public Debt Committee February [Electronic resource]. – 2003. – 53 p. –
Mode of access: [www.issai.org/media\(228,1033\)/ISSAI_5420E.pdf](http://www.issai.org/media(228,1033)/ISSAI_5420E.pdf)

¹ Nicke C. Major public debt reductions lessons from the past, lessons for the future [online] [Electronic resource] / C. Nicke, P. Rother, L. Zimmermann // Working paper series No. 1241., September 2010. – 37 p. – Mode of access: <http://www.ecb.europa.eu>.

² Amaro S. Greece's economic future is nearing a crucial moment [Electronic resource] / S. Amaro. – Mode of access: <https://www.cnbc.com/2018/05/23/greeces-economic-future-is-nearing-a-crucial-moment.html>.

Основна проблема Португалії, як і всіх країн цієї зони, – низька конкурентоспроможність, що потребує впровадження низки структурних реформ.

Невдача у зниженні заробітних плат і модернізації бюрократичних схем, неконкурентоспроможність текстильної, керамічної і взуттєвої промисловості у зв'язку з експансією китайської продукції зумовлює брак фінансових коштів у країні і необхідність повторного звернення уряду Португалії до МВФ (Португалія вже мала досвід залучення ресурсів МВФ у 1980-х).

Державний борг Іспанії стрімко зріс після фінансової кризи 2008–2009 років (рис. 2.10). До кризи в Іспанії спостерігалось стійке зростання економіки, надходження капіталу. Однак це поєднувалося із інфляцією, яка зробила іспанський експорт неконкурентоспроможним. У випадку Іспанії, розмір економіки створював додаткові ризики для Європейського Союзу. Зараз економіка відновлюється, однак політична криза в Каталонії може негативно вплинути на економічний розвиток країни.

Італія є четвертою найбільшою економікою в Європейському Союзі, водночас існує низка економічних проблем. Державний борг

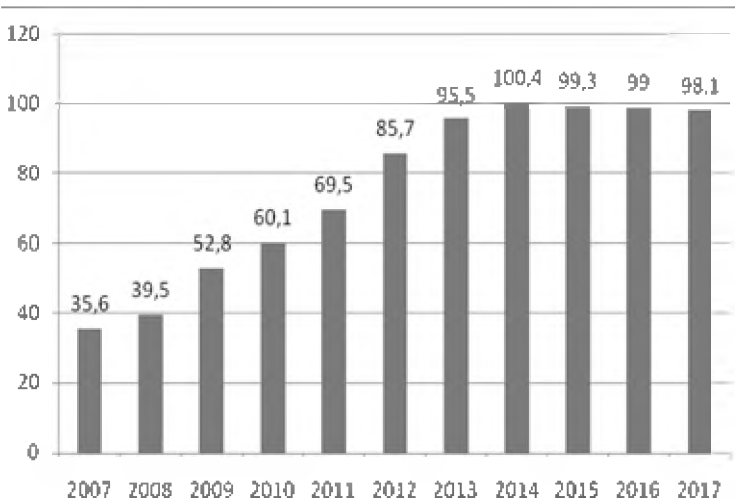


Рис. 2.10. Державний борг Іспанії, % ВВП

Джерело: General government gross debt – annual data [Electronic resource]. – Mode of access: <https://ec.europa.eu/eurostat/web/products-datasets/product?code=teina225>

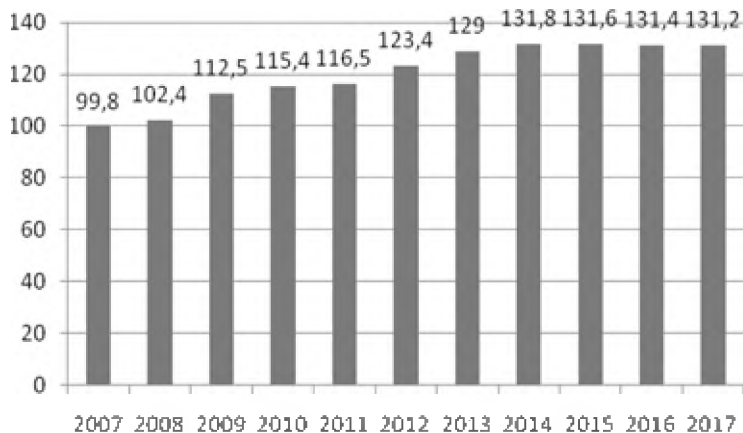


Рис. 2.11. Державний борг Італії, % ВВП

Джерело: <https://ec.europa.eu/eurostat/web/products-datasets/product?code=teina225>

сягав 131,8 % ВВП у 2017 році¹ і нині стрімко зростає (рис. 2.11). Іншим важливим фактором є значний рівень заборгованості приватного сектора перед банками країни, що чинить додатковий тиск на фінансову систему Італії.

Низькі темпи зростання і високий рівень безробіття спричинили нарощування державного боргу у країнах, які вже мали значні обсяги державної заборгованості. Водночас, хоча Ірландія та Іспанія мали низький рівень державної заборгованості на початку фінансової кризи 2008–2009 років, поєднання економічного спаду та занепаду будівельної галузі спричинило зростання значної кількості безробітних і виникнення прогалин у податкових надходженнях у цих країнах, що поступово зумовило необхідність використання інструменту державних запозичень, зокрема зовнішніх, і нарощування обсягів державної заборгованості.

Варто звернути увагу на низьку продуктивність праці у країнах зони PIIGS і високий рівень безробіття. Для порівняння: рівень безробіття у Німеччині є навіть нижчим, ніж до фінансової кризи 2008–

¹ Share of Member States in EU GDP [Electronic resource]. – Mode of access: <http://ec.europa.eu/eurostat/web/products-eurostat-news/-/DDN-20170410-1>.

2009 років, частково завдяки короткотерміновій робочій схемі і наявності гнучких графіків роботи в обробній промисловості¹.

Проте основна проблема боргової кризи у країнах Єврозони не пов'язана з великими обсягами державної заборгованості. Відношення державної заборгованості до ВВП у країнах Євросоюзу загалом є нижчим, ніж в Англії, США або Японії. Проблема полягає в тому, що країни Євросоюзу політично не спроможні управляти кризовою ситуацією, що може спричинити значні фінансові втрати.

Ф. Паулюс у своїй монографії «Монетарна унія. Вплив на державний борг» у 2009 році звертає увагу, що монетарна унія може спричинити зростання державної заборгованості, оскільки країни-члени унії не можуть використовувати інфляцію як спосіб девальвації державного боргу у разі фінансової кризи. Оскільки дефолт може бути дуже витратним для країни, то в часи макроекономічної кризи борг у національній валюті і його можлива девальвація можуть бути буфером для зовнішніх шоків.

Ф. Паулюс наголошував, що у випадку постійного нарощування державної заборгованості і виникнення ситуації неплатоспроможності уряду країна не матиме вибору і буде змушена вийти з валютного союзу, запровадивши власну грошову одиницю. Цю можливість розглядав уряд Греції у травні 2011 року, однак вище ми звертали увагу на недоліки виходу з Єврозони.

Загалом у монетарній унії важко задовольнити потреби країн у різному монетарному регулюванні, якого вони потребують у зв'язку з перебуванням на різних рівнях економічного розвитку.

Водночас Ф. Паулюс стверджував, що значні витрати урядів країн можуть зробити роботу ЄЦБ непотрібно важкою, впливаючи на монетарне регулювання в усіх країнах-членах ЄС. У випадку боргової кризи виникне потреба у підтримці як із боку урядів країн-членів Європейського Союзу, так і ЄЦБ.

Країна, що стикається з борговою кризою, може перекласти частину своїх витрат на уряди країн-членів монетарного союзу. Проте це може спричинити стан загальної фінансової нестабільності в монетарній унії, водночас інші країни-члени будуть змушені приймати узгоджені рішення щодо стримування зростання обсягів своєї державної заборгованості, адже це може поширювати паніку на ринках капіталів. Спільна валюта може тільки підсилити очікування ризику

¹ Corrado L. Beyond the sovereign debt crises: alternative forms of market-based debt restructuring schemes / Luisa Corrado // Scottish Journal of Political Economy. – February. – 2003. – Vol. 50. – No. 1. – 25 p.

з боку інвесторів¹ і поширення нестабільності на інші країни–члени монетарного союзу. Підтвердження цієї ситуації ми побачили в 2010–2017 роках на прикладі Греції, Ірландії та Португалії. Ф. Паулюс стверджує, що чим більша кількість країн–членів монетарного союзу, тим вищий ризик фінансової нестабільності, що в майбутньому може призвести до системної кризи і необхідності надання допомоги ЄЦБ, який у цьому випадку може нав'язувати певні реформи у країні, що можна простежити на прикладі Греції.

Варто зазначити, що уряди країн, які забезпечують значний обсяг ВВП, створюють більшу загрозу і ризик необхідності отримання допомоги, ніж інші країни–члени. Ф. Паулюс наголошував, що в цьому випадку виникає парадоксальна ситуація, коли у своїй стратегії діяльності уряди покладаються на надто великий розмір країн для можливості банкрутства, або навпаки на малий, що дасть змогу отримати необхідний розмір допомоги від інших країн–членів у випадку боргової кризи. Однак якщо тільки одна країна в монетарному союзі стикається з дефолтом, негативних наслідків можуть зазнати всі країни–члени унії. Оскільки уряди не можуть мати достовірну інформацію про фінансове становище і стан обслуговування державної заборгованості в усіх країнах–членах Євросоюзу, то досить ризиковано для будь-якої країни–члена унії нарощувати обсяги державної заборгованості.

Окрім того, загальний обсяг участі банків у державній заборгованості країн–членів європейської монетарної унії значно вищий, ніж у США, Великій Британії або Японії.

Регулювання державної заборгованості в монетарній унії є значно складнішим завданням, не лише тому, що криза може поширюватися на інші країни, а й тому, що варто враховувати наслідки регулятивних дій для всіх країн².

На нашу думку, боргова криза в країнах зони євро почалася із моменту приєднання до ЄС країн із високим рівнем державної заборгованості, коли було подано некоректну статистичну інформацію. Яскравим прикладом цієї ситуації є Греція, в якій, згідно з дослідженнями Європейської комісії, відбувалося фальсифікування статистичної інформації про стан державних фінансів.

¹ Paulus P. Monetary Union Impact on Government Debt Lessons for European Monetary Enlargement. Inaugural dissertation zur Erlangung des Doktorgrades der Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät an der Universität zu Köln / P. Paulus. – 2009. – 236 s.

² Ibid.

На нашу думку, боргова криза в країнах єврозони була спричинена низкою факторів, це, зокрема:

1. Неефективність системи збирання та контролю статистичної інформації.
2. Прийняття до ЄС країн, що мали високі розміри державної заборгованості.
3. Диспропорція економічного розвитку країн-членів ЄС.
4. Втрата конкурентних позицій окремих країн унаслідок створення зони вільної торгівлі та глобалізації світових ринків.

Отже, фінансова нестабільність зумовила необхідність пошуку додаткових фінансових ресурсів, що своєю чергою спричинило нарощування державної заборгованості, в т. ч. зовнішньої. Однак недостатній контроль за розмірами зовнішніх державних запозичень, нарощування державних витрат, глобальна фінансова нестабільність спричинили зростання обсягів державних дефіцитів і виникнення боргової кризи. У зв'язку з диспропорцією розвитку і втратою конкурентоспроможності окремих галузей, неефективністю системи збирання статистичної інформації про стан державної заборгованості (приклад Греції) окремі країни Євросоюзу стикнулися з кризою державної заборгованості. Як наслідок, зростає залежність окремих країн від фінансової допомоги інших країн-членів, що через необхідність впровадження відповідних реформ спричиняє втрату економічного суверенітету.

Боргова криза в країнах Євросоюзу засвідчила недоліки монетарної унії, складнощі в узгодженому регулюванні різних за економічним розвитком країн, що в майбутньому можуть визначати напрями реформування ЄС. Зарубіжні науковці, зокрема П. Кругман, зазначали, що ЄС був неготовий до прийняття єдиної валюти ¹.

Нині деякі науковці вказують на необхідність створення фінансової, політичної унії, що дало би змогу підвищити ефективність та узгодженість управління.

Однак державний борг не є проблемою лише країн Європейського Союзу, він стрімко зріс у багатьох країнах світу (рис. 2.12).

Варто звернути увагу, що причинами зростання державної заборгованості в різних країнах світу є: фінансова криза 2008–2009 років, яка спричинила виникнення бюджетних дефіцитів у різних країнах; погіршення економічної активності; низькі відсоткові ставки

¹ Krugman P. The Making of a Euromess [Electronic resource] / P. Krugman. – Mode of access: <http://www.nytimes.com/2010/02/15/opinion/15krugman.html>.

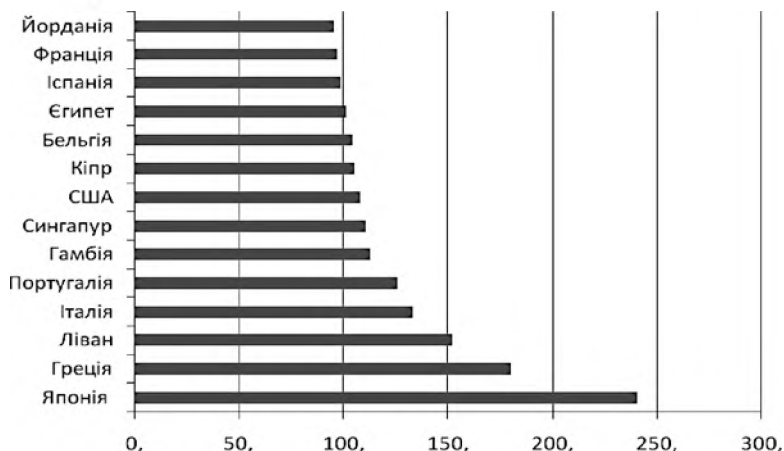


Рис. 2.12. Країни із найвищим рівнем державної заборгованості у світі, 2017 рік

центральної банків і відповідно низька дохідність облігацій у різних країнах, що стимулює уряди до використання цього механізму запозичень (рис. 2.13) ¹.

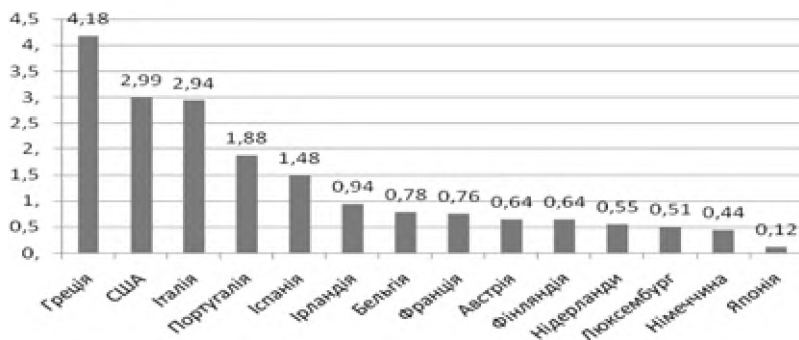


Рис. 2.13. Дохідність 10-річних державних облігацій окремих країн у 2018 році

Джерело: Yield on ten-year government bonds of selected countries worldwide as of October 2018 [Electronic resource]. – Mode of access: <https://www.statista.com/statistics/247275/yield-on-ten-year-government-bonds-of-selected-countries/>

¹ Slav'yuk R. Government debt management: challenges and perspectives / R. Slav'yuk, N. Slaviuk // Investment Management and Financial Innovations. – 2018. – Vol. 15 (3). – P. 143–156.

Нині Японія має найвищий у світі рівень державної заборгованості щодо ВВП. Варто зазначити, що значна частка державних запозичень Японії є внутрішніми. Звичайно, економіка Японії є конкурентоспроможною і інноваційною, що є позитивним фактором в обслуговуванні державного боргу. Дохідність японських державних облігацій є низькою, однак варто звернути увагу на той факт, що державний бюджет Японії в 2017 році на 35,3 % фінансувався за рахунок державних запозичень (у 2018 році – 34,5 %), і 24,1 % видатків бюджету в 2017 році були спрямовані на обслуговування державного боргу країни (23,8 % в 2018 році) ¹.

Попри найвищий розмір державної заборгованості щодо ВВП, Японія досі запозичує на зовнішніх ринках за низькими відсотками завдяки дефляції і лояльності її кредиторів.

На нашу думку, важливим елементом в управлінні державним боргом є його використання. Якщо державні запозичення використовують для розвитку економіки, їх можна розглядати як інвестиційний ресурс, особливо у разі низької вартості запозичень. Однак, водночас, висока залежність від боргових інструментів є ризиковим явищем, особливо в умовах непередбачених обставин, як-от кризи або природні катаклізми. Японська економіка страждає від дефляції і низького рівня економічного зростання упродовж майже 20 років, і уряд широко використовує політику кількісного пом'якшення для стимулювання економіки. Однак глобальні виклики та природні катаклізми можуть вплинути як на зростання державного боргу, так і на неможливість обслуговувати його.

Інша країна, яку варто згадати у нашому дослідженні, – це Сполучені Штати Америки. Державний борг США у 2017 році становив 108,14 % ВВП ², що не є таким високим показником порівняно з державним боргом Японії, однак загальний обсяг державного боргу США складає більше ніж 20 трильйонів доларів, що є разючою цифрою (рис. 2.14).

¹ Highlights of the Draft FY2018 Budget. Ministry of Finance of Japan [Electronic resource]. – Mode of access: <https://www.mof.go.jp/english/budget/budget/fy2018/01.pdf>.

² The 20 countries with the highest public debt in 2017 in relation to the gross domestic product (GDP) [Electronic resource]. – Mode of access: <https://www.statista.com/statistics/268177/countries-with-the-highest-public-debt/>.

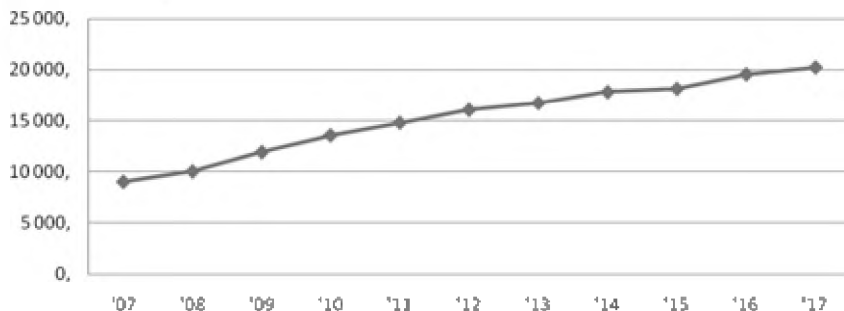


Рис. 2.14. Державний борг США, трлн доларів

Джерело: Public debt of the United States from 1990 to 2018 (in billion U. S. dollars) [Electronic resource]. – Mode of access: <https://www.statista.com/statistics/187867/public-debt-of-the-united-states-since-1990/>

Звичайно, як і у випадку з Японією, можливість Сполучених Штатів Америки обслуговувати наявний державний борг залежить від конкурентоспроможності економіки, темпів економічного зростання. Варто звернути увагу, що дефолт є навіть більш не вигідний для кредиторів, ніж для США (рис. 2.15). Проте високий розмір державного боргу є ризиковим як для кредитора, так і для позичальника.

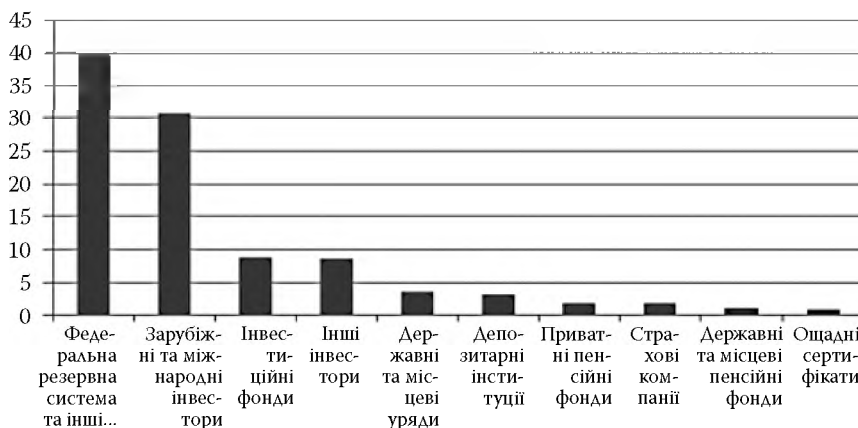


Рис. 2.15. Державні облігації США у власності окремих груп інвесторів, %

Джерело: Holders of the U. S. government debt as of December 2017 [Electronic resource]. – Mode of access: <https://www.statista.com/statistics/201881/holders-of-the-us-public-debt/>

США є емітентом панівної у світі резервної валюти, у цій країні є стабільно позитивною демографічна ситуація. Державні облігації США широко використовують центральні банки країн світу для управління валютними резервами. Тому проблема полягає не в наявності високого державного боргу і бюджетного дефіциту, а в тому, що немає плану їх зниження. Значна кількість іноземних інвесторів володіє державними облігаціями США та іншими цінними паперами, емітованими в доларах, і тому зацікавлені в підтриманні долара і вартості державних облігацій США ¹ (рис. 2.16). В таких випадках державні облігації можуть бути джерелом ризиків і міжнародних впливів водночас.

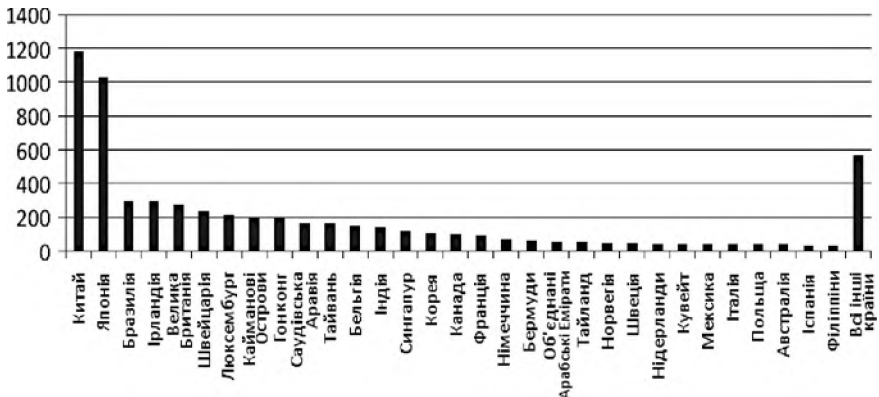


Рис. 2.16. Власники державних облігацій США, станом на червень 2018 року (у млрд доларів)

Джерело: Major foreign holders of U. S. treasury securities, as of June 2018 (in billion U. S. dollars) [Electronic resource]. – Mode of access: <https://www.statista.com/statistics/246420/major-foreign-holders-of-us-treasury-debt/>

Деякі автори звертають увагу, що може виникнути ситуація, коли кредитоспроможність США може різко погіршитись і в короткий проміжок часу спреди за державними облігаціями можуть зрости до неприйнятних розмірів ².

¹ American government debt What, US worry? Apr 20th 2011 [Electronic resource]. – Mode of access: http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2011/04/american_government_debt. – Title from the screen.

² Ibid.

Проте експерти зазначають, що США витрачають значні фінансові ресурси на озброєння, а також на медицину, що в майбутньому могло би стати джерелом скорочення державних витрат.

США мають стабільні інституції і емітують панівну резервну валюту в світі. Значна кількість інвесторів триматимуть державні облигації США навіть за нижчих рейтингів. На відміну від США, Японії чи Великої Британії, Греція має значний розмір державної заборгованості, історію дефолту і брак контролю над валютою, у якій здійснює запозичення.

Як бачимо, вплив зовнішніх державних запозичень на конкурентоспроможність економік різних країн є різним. Хоча Японія, США та низка інших країн залучають значні обсяги державних запозичень на міжнародних ринках капіталів, державна заборгованість не впливає так негативно на економіку цих країн, як у випадку Греції, Іспанії, Португалії.

На нашу думку, це пов'язано з питанням довіри до країни, її місця у світовому господарстві, що теж суттєво впливає на можливість країни ефективно здійснювати запозичення на міжнародних ринках капіталів.

Варто зазначити, що важливу роль у стабільності зовнішньої державної заборгованості відіграє її структура. Так, згідно з дослідженнями науковців Б. Ейхегріна і Р. Хаусмана (1999), наявність зовнішньої заборгованості в іноземній валюті знижує стабільність державного боргу. Е. Детрагіаш і А. Спілінберго своєю чергою в 2001 році показали, що наявність короткострокової державної заборгованості підвищує ймовірність боргової кризи. Ці дослідження пояснюють, що значні обсяги державної заборгованості США не є такими небезпечними для економіки країни завдяки переважанню в структурі державного боргу довгострокових зобов'язань та зобов'язань у національній валюті¹.

Водночас, необхідним є належне інституційне забезпечення управління державною заборгованістю. Низька якість інституційного управління призводить до неефективного використання ресурсів та є загрозою своєчасним виплатам державної заборгованості. Дж. Бюргер та Ф. Варнок (2006), А. Гуціна та О. Жеане (2006) виявили наявність кореляційної залежності між структурою зовнішньої державної заборгованості країни і якістю боргової політики уряду.

¹ Panizza U. International government debt [Electronic resource] / Ugo Panizza, Federico Sturzenegger, Jeromin Zettelmeyer. – Mode of access: http://www.untad.org/en/docs/osgdp20103_en.pdf.

У підрозділі 2.1 ми звертали увагу, що для оцінки гранично можливого обсягу залучення зовнішніх державних запозичень недостатнім є визначення показників відношення зовнішньої державної заборгованості до економічних індикаторів, необхідно враховувати загальноекономічну ситуацію в країні, її конкурентні позиції на світовому ринку, історію заборгованості та наявність додаткових ресурсів, які можуть бути використані для обслуговування державного боргу. Несприятлива економічна ситуація, залежність від зовнішніх ринків, політична нестабільність можуть стати вагомими чинниками неплатоспроможності країни за своїми зовнішніми державними зобов'язаннями. Для кожної країни гранично допустимий розмір зовнішніх державних запозичень є різним, і моделі поведінки в кожній країні мають різнитися залежно від економічної кон'юнктури.

Загалом, на нашу думку, ефективність використання зовнішніх державних запозичень залежить від низки таких факторів:

1. Економічний розвиток країни, темпи економічного зростання, виконання бюджету, стан платіжного балансу, обсяги міжнародних резервів країни.
2. Місце країни на світових ринках капіталів, розвиненість внутрішніх ринків цінних паперів, кредитні рейтинги країни та довіра інвесторів.
3. Цільова та інвестиційна спрямованість зовнішніх державних запозичень.
4. Структура зовнішніх державних запозичень. Переважання в загальному обсязі залучених ресурсів запозичень у національній валюті та довгострокових позитивно впливає на ефективність управління зовнішньою державною заборгованістю.
5. Існування єдиної системи управління зовнішніми державними запозиченнями є важливим елементом їх ефективного використання. Важливе значення має також дотримання граничного розміру зовнішньої державної заборгованості, яка для кожної країни має бути різною з огляду на економічний розвиток. Окрім того, на нашу думку, необхідним є підвищення контролю за процесом залучення та використання зовнішніх державних запозичень у періоди світової економічної нестабільності.
6. Належний і прозорий контроль за розмірами зовнішньої державної заборгованості (негативним прикладом є досвід Греції) та швидка реакція на зміни в обсягах державної заборгованості.
7. Незалежність країни від зовнішніх економічних чинників та політики інших країн.

Поєднання низки цих факторів, на нашу думку, може забезпечувати формування позитивного впливу зовнішніх державних запозичень на економіки країн. Зрозуміло, що вплив зовнішньої державної заборгованості на економіки країн світу є різним і суперечливим. Як показує досвід, у період фінансової нестабільності країни вдаються до значних обсягів запозичень на міжнародних ринках капіталів. У поєднанні з нестабільною економічною ситуацією, неконкурентоспроможністю національних економік це може призвести до формування значних обсягів зовнішньої державної заборгованості і навіть спричинити загрозу економічній, політичній та суверенній незалежності країни.

Досвід країн ЄС вказує на негативні аспекти використання надмірних обсягів зовнішніх державних запозичень. На нашу думку, аналіз передумов і наслідків боргової кризи країн єврозони є важливим при формуванні системи управління залученням зовнішніх державних запозичень і в Україні.

2.3. Стан і структура зовнішніх державних запозичень в Україні

Світове господарство зазнає постійних змін, зростають обсяги виробництва, триває технологічний прогрес, що потребує значних фінансових ресурсів. Державні запозичення упродовж багатьох століть є додатковим джерелом фінансування державних потреб. Фінансова економічна криза 2008–2009 років спричинила зростання державної заборгованості у багатьох країнах, оскільки підтримання економічної стабільності вимагало додаткових фінансових коштів. У деяких країнах нарощення державної заборгованості водночас із неконкурентоспроможністю економіки спричинило виникнення боргових криз, що привернуло додаткову увагу світової спільноти до доцільності та ефективності використання інструменту державних запозичень.

Предметом нашого дослідження є зовнішні державні запозичення. Однак для повноти аналізу варто звернути увагу і на стан державної заборгованості в цілому.

Упродовж останніх років спостерігається тенденція зростання державної заборгованості України. Відповідно до даних Міжнародного валютного фонду та Міністерства фінансів України можна прослідкувати значне зростання державного боргу в 2007–2016 роках (рис. 2.17).



Рис. 2.17. Державний борг України щодо ВВП

Джерело: Основні показники. Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.minfin.gov.ua/news/view/osnovni-pokaznyky?category=borg&subcategory=osnovni-pokaznyky>; General government gross debt / IMF data [Electronic resource]. – Mode of access: http://www.imf.org/external/datamapper/GGXWDG_NGDP@WEO/OEMDC/ADVEC/EURO/EU/MAE/WE

Однак, як ми розглянули вище, таке зростання державної заборгованості після фінансової кризи 2008–2009 років характерне для багатьох країн.

Як бачимо, є відмінність у даних Міжнародного валютного фонду і Міністерства фінансів України. Це пов'язано з відмінностями у методологіях визначення розміру державної заборгованості. Як видно з рис. 2.17, показники відношення державного боргу до ВВП за методикою МВФ є вищими протягом усього досліджуваного періоду.

У цілому згідно з Бюджетним кодексом України відношення державного боргу до ВВП має становити не більше ніж 60 %.

Водночас, дослідження економістів, зокрема К. Рейнхарта і К. Рогоффа, доводять, що країни можуть стикнутися з кризою неплатоспроможності, з дефолтом, навіть якщо державний борг сягає 35 % ВВП ¹.

Можливість країни обслуговувати державний борг залежить від конкурентоспроможності її економіки, рівня економічного зростання, експортного потенціалу і репутації країни на фінансових ринках. Відповідно, в кожній країні мають бути встановлені власні граничні

¹ Reinhart C. Debt Intolerance / C. Reinhart, K. Rogoff, M. Savastano // Brookings Papers on Economic Activity. – 2003. – No. 1. – P. 1–74.

розміри державної заборгованості. На нашу думку та на думку багатьох українських дослідників, державний борг України повинен мати обмеження граничного розміру нижче визначених у Бюджетному кодексі 60 %. Для української економіки цілком доцільним було би встановлення ліміту нижче ніж 30–35 % ВВП ¹.

Помітною була тенденція стрімкого зростання державного боргу щодо ВВП в 2014 році, що надалі тривала. Зокрема, в 2016 році відношення державного боргу до ВВП вже становило 82,2 %. Вважаємо, що такий розмір державної заборгованості є тягарем для української економіки.

Стрімке зростання державної заборгованості з 2014 року, на наше переконання, мало такі причини:

- військові операції на території України;
- політична нестабільність;
- падіння валового внутрішнього продукту;
- знецінення української валюти;
- брак економічних реформ ².

Згідно з даними Інституту стратегічних досліджень, у 2013–2016 роках український уряд використовував випуск облігацій внутрішньої позики для докапіталізації державних банків. У 2013 році 1,4 млрд грн облігацій внутрішньої позики було використано на капіталізацію «Ощадбанку», в 2014 році – 26,7 млрд грн, а в 2015 – 45,3 млрд грн. За перше півріччя 2016 року було випущено облігацій внутрішньої державної позики на 14,5 млрд грн, а в 2017 році – на 70,7 млрд грн, тобто 18,8 % внутрішнього державного боргу було спрямовано на капіталізацію державних банків.

У 2015 році Київська міська рада не змогла здійснити платежі за своїм зовнішнім боргом, і за рішенням уряду місцевий зовнішній борг перевели у державний зовнішній борг (на загальну суму 351 млн дол. США) ³.

Важливим є той факт, що Національний банк здійснював викуп облігацій внутрішньої державної позики, що є негативним явищем, оскільки може бути пов'язане з інфляційними процесами. Так, у 2017 році загальний обсяг портфеля ОВДП у власності Національного

¹ Боргова стійкість як стратегічний напрям підвищення рівня фінансово безпеки – Київ : НІСД, 2016. – 50 с.

² Slav'yuk Rostyslav. Government debt management: challenges and perspectives / Rostyslav Slav'yuk, Nataliia Slaviuk // Investment Management and Financial Innovations. – 2018. – № 15 (3). – P. 143–156.

³ Боргова стійкість як стратегічний напрям підвищення рівня фінансово безпеки – Київ : НІСД, 2016. – С. 14.

банку України становив 360,6 млрд грн, з них із погашенням у 2017–2021 роках – 209,0 млрд грн. Водночас, для зняття навантаження на бюджет в 2017 році було здійснено репрофайлінг облігацій на суму 219,6 млрд грн, що дало змогу рівномірно розподілити навантаження на державний бюджет протягом 30 років (виплати у розмірі 12 млрд грн щороку).

Як ми вже наголошували, індикатор «відношення державного боргу до ВВП» не може використовуватися самостійно і повною мірою відображати платоспроможність уряду. Необхідно здійснювати аналіз динаміки державної заборгованості, її структури, графіка платежів та інших показників (див. підрозділ 2.1). Для детального аналізу варто використовувати показники, які пропонують МВФ, Світовий банк, Міжнародна організація вищих органів аудиту.

Станом на 31 грудня 2017 року державний і гарантований державою борг України становив 76,31 млрд дол., у тому числі: державний та гарантований державою зовнішній борг – 1375,00 млрд грн (64,20 % загальної суми державного та гарантованого державою боргу), або 48,99 млрд дол США; державний і гарантований державою внутрішній борг – 766,68 млрд грн (35,80 %), або 27,32 млрд дол. США. Варто звернути увагу на той факт, що в структурі державної заборгованості переважають зовнішні запозичення (як державні, так і гарантовані державою).

Таку структуру державної заборгованості можна вважати негативною, оскільки зовнішній державний борг (а також зовнішній гарантований борг) залучається в іноземній валюті, а в умовах знецінення національної грошової одиниці, навантаження з обслуговування державної заборгованості зростає.

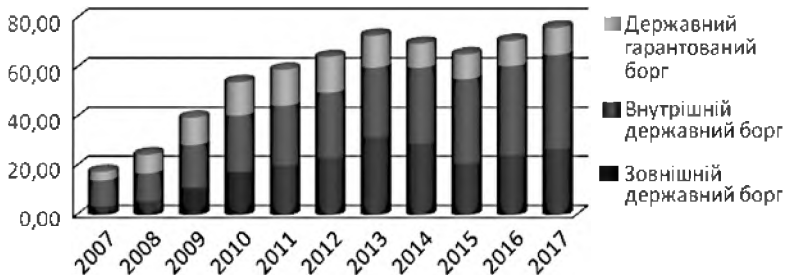


Рис. 2.18. Державний борг України в 2007–2017 роках, млрд дол. США

Джерело: Основні показники. Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.minfin.gov.ua/news/view/osnovni-pokaznyky?category=borg&subcategory=osnovni-pokaznyky>

Згідно з дослідженням III. Кітано, зовнішній державний борг є одним із індикаторів валютної кризи¹. Так, у 2014 році ми можемо побачити приріст зовнішнього державного боргу в період валютної кризи в Україні (девальвації гривні). В цьому випадку валютна криза є також однією із причин зростання державної заборгованості.

Аналіз валютної структури державного боргу України дає змогу звернути увагу, що лише 30 % державної заборгованості (станом на 31 грудня 2017 року) представлено в національній валюті (рис. 2.19).



Рис. 2.19. Державний і гарантований державою борг України у розрізі валют станом на 31 грудня 2017 року

Джерело: Основні показники. Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.minfin.gov.ua/news/view/osnovni-pokaznyky?category=borg&subcategory=osnovni-pokaznyky>

У сучасних умовах такий високий рівень державної заборгованості є ризиковим, адже економіка України не має достатніх резервів та ресурсів для обслуговування значних розмірів державного боргу. Політична і економічна нестабільність може також вплинути на подальше зростання державної заборгованості. Необхідність обслуговувати державний борг викликає потребу в пошуку ресурсів і знову впливає на збільшення зовнішніх запозичень, таким чином формуючи боргову спіраль.

Варто звернути також увагу, що 14,38 % державного боргу України у 2017 році – це державний гарантований борг. Це є ризиковим фактором, оскільки частими є випадки неплатоспроможності позичальників і, як наслідок, необхідності сплати заборгованості державою.

¹ Kitano S. The Government's Foreign Debt in the Argentine Crisis / S. Kitano // Review of Development Economics. – 2005. – No. 9 (3). – P. 368–379.

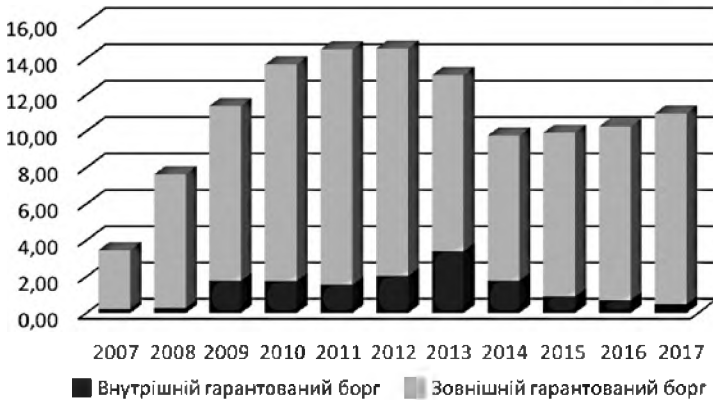


Рис. 2.20. Гарантований державою борг в Україні
в 2007–2017 роках, млрд дол.

Джерело: Державний борг та гарантований державою борг
Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу:
<https://www.minfin.gov.ua/news/borg/derzhavnyi-borh-ta-harantovanyi-derzhavoiu-borh>

Окрім того, зазвичай зовнішній гарантований борг домінує в структурі гарантованої заборгованості (рис. 2.20).

Згідно з даними Міністерства фінансів України станом на 1 січня 2018 року державний гарантований борг становив 10,97 млрд дол. США, в т. ч. – 1,71 млрд дол. – прострочені позики і 290,49 млн дол. США – позики компаній, які вже є банкрутами¹. Як ми бачимо, державний гарантований борг є ризиковим елементом у структурі заборгованості країни. На нашу думку, необхідно посилити контроль за позичальниками, які отримують гарантії уряду на етапі прийняття рішень про надання таких гарантій.

Варто зазначити, що майже 60 % кредитних ресурсів, наданих державою у вигляді гарантій, призначені для розрахунків за накопиченими боргами і не мають інвестиційного характеру. Хоча зовнішні гарантовані зобов'язання не є прямими зобов'язаннями уряду, проте вони можуть бути значною загрозою фінансовій безпеці країни, особливо із урахуванням наявних значних обсягів гарантованих зобов'язань та світової економічної нестабільності, що підвищує ймовірність виникнення додаткових витрат уряду.

¹ Державний борг та гарантований державою борг. Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.minfin.gov.ua/news/borg/derzhavnyi-borh-ta-harantovanyi-derzhavoiu-borh>.

Що ж до вартості запозичень, то у 2017 році середньозважена відсоткова ставка для запозичень у гривні дорівнювала 15,03 % річних, у доларах США – 4,79 % річних, у євро – 3,95 % річних.

Середньозважений строк до погашення державного боргу у 2017 році становив 8,4 року, до погашення державного внутрішнього боргу – 10,8 року, до погашення державного зовнішнього боргу – 6,5 року¹. Як відомо, в економічній теорії вважають більш ефективним залучення державних запозичень на довготерміновий період, оскільки це дає змогу підвищити ефективність використання залучених ресурсів. Зауважимо, що останніми роками Міністерство фінансів проводить поступовий викуп короткотермінових зобов'язань із метою зняття піків навантаження на державний бюджет у 2018–2021 роках. Це явище є позитивним, однак термін використання окремих державних запозичень, особливо зовнішніх, усе ще не можна вважати довгостроковим.

Аналіз платежів та обслуговування державної заборгованості свідчить, що обсяги виплат є значними для української економіки (рис. 2.21). Наприклад, доходи бюджету в 2018 році планували на рівні

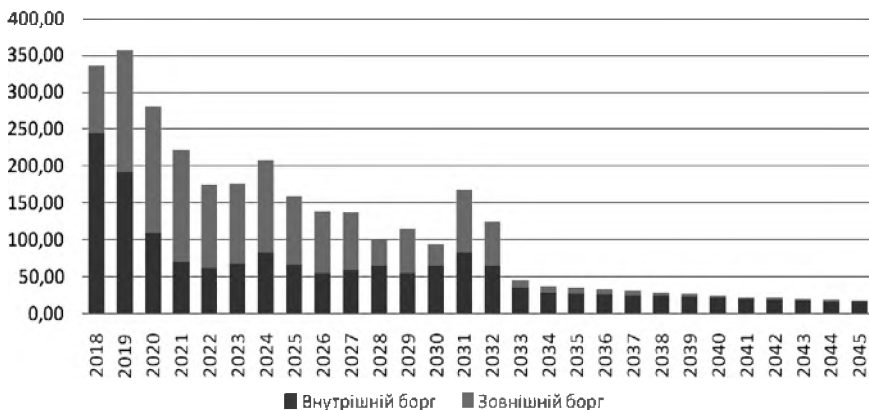


Рис. 2.21. Платежі з погашення та обслуговування державного боргу у 2018–2045 роках за чинними угодами станом на 1 жовтня 2018 року (млрд грн)

Джерело: Основні показники. Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.minfin.gov.ua/news/view/osnovni-pokaznyky?category=borg&subcategory=osnovni-pokaznyky>

¹ Звіт про виконання у 2017 році Середньострокової стратегії управління державним боргом на 2017–2019 роки, затвердженої постановою Кабінету Міністрів України від 1 грудня 2017 р. № 905 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.minfin.gov.ua/uploads/redactor/files/>.

917,87 млрд грн, а обслуговування державного боргу згідно з даними Міністерства фінансів у 2018 році мало складати 325,53 млрд грн. В цілому 35,43 % доходів бюджету мали бути використані на обслуговування державного боргу, однак зрозуміло, що уряд покладається на подальші запозичення для обслуговування державної заборгованості (особливо на кредити МВФ), що, звичайно, спричиняє подальший розвиток боргової спіралі.

Залежність від кредитів МВФ є ризиковою, оскільки у випадку недотримання вимог кредитні ресурси можуть не надати, що впливає також на стабільність національної грошової одиниці, яка є чутливою до зовнішніх факторів.

При аналізі зовнішньої державної заборгованості потрібно звернути увагу на позики міжнародних фінансових інституцій, оскільки вони складають значну частку зовнішнього державного боргу України, особливо позики Міжнародного валютного фонду (рис. 2.22).

Співпраця України з МВФ почалася в жовтні 1994 року, до 2018 року було укладено 9 угод щодо одержання кредитів на підтримку національної економіки (табл. 2.4.).

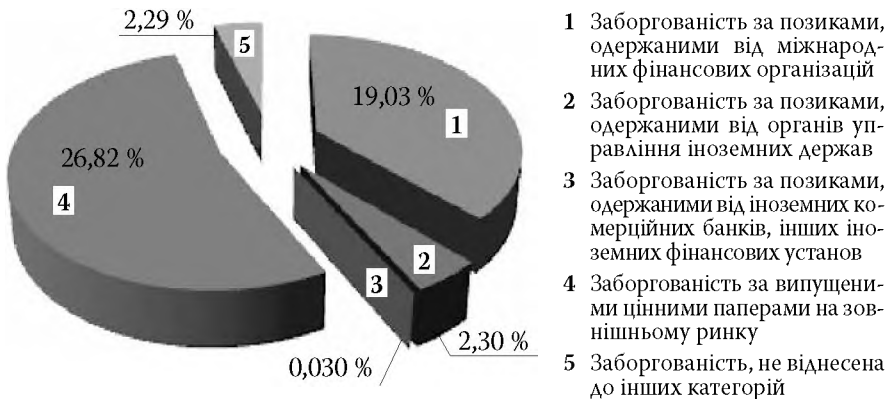


Рис. 2.22. Зовнішня державна заборгованість у розрізі окремих категорій у 2017 році, %

Джерело: Основні показники. Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.minfin.gov.ua/news/view/osnovni-pokaznyky?category=borg&subcategory=osnovni-pokaznyky>

Таблиця 2.4. Історія кредитування
Міжнародним валютним фондом

Механізм фінансування	Дата укладання угоди	Дата закінчення або анулювання фінансування	Сума кредиту згідно з угодою	Освоєна сума	Залишок заборгованості
Домовленість щодо розширеного фінансування	11 березня 2015 року	2018 рік	10,976 млрд СПЗ (17,5 млрд дол.)	0	0
Домовленість щодо резервних кредитів (Stand-by arrangement)	28 липня 2010 року	27 грудня 2012 року	10 млрд СПЗ (5,1 млрд дол.)	10 млрд СПЗ	0
Домовленість щодо резервних кредитів	5 листопада 2008 року	27 липня 2010 року	11 млрд СПЗ (16,43 млрд дол.)	7 млрд СПЗ	7 млрд СПЗ
Домовленість щодо резервних кредитів	29 березня 2004 року	28 березня 2005 року	411,600 млн СПЗ (600 млн дол.)	0	0
Домовленість щодо розширеного фінансування	4 вересня 1998 року	3 вересня 2002 року	1919,950 млн СПЗ (1591 млн дол.)	1193 млн СПЗ	0
Домовленість щодо резервних кредитів	25 серпня 1997 року	24 серпня 1998 р.	398,920 млн СПЗ	181,328 млн СПЗ	0
Домовленість щодо резервних кредитів	10 травня 1996 року	23 лютого 1997 року	598,2 млн СПЗ	598,200 млн СПЗ	0
Домовленість щодо резервних кредитів	7 квітня 1995 року	6 квітня 1996 року	997,3 млн СПЗ	538,650 млн СПЗ	0

Джерело: офіційний сайт Міжнародного валютного фонду

Серед науковців та громадськості часто точаться дискусії щодо вимог, які висуває Міжнародний валютний фонд при наданні кредитних ресурсів.

Неоднозначне ставлення у економістів і населення виникає, зокрема, через вимоги щодо скорочення державних видатків, однак ці

умови стосуються й інших країн–позичальників МВФ (зокрема Греції), що є логічним в умовах боргової кризи.

Звернемо увагу на конкретні заходи МВФ (Меморандуми про економічну і фінансову політику (МЕФП) від 27 лютого та 21 липня 2015 року та 1 вересня 2016 року):

- Грошово-кредитна і валютно-курсова політика (забезпечення інституціональної спроможності та незалежності Національного банку України (НБУ); таргетування інфляції, збільшення прозорості та поглиблення ліквідності на валютному ринку; пом'якшення адміністративних заходів валютного контролю; зміцнення системи управління та операційні структури НБУ).
- Реформи у фінансовому секторі (досягнення нормативів регуляторного капіталу відповідно до погоджених планів рекапіталізації; чітке дотримання усіма банками цілей щодо зменшення та обмеження обсягу операцій із пов'язаними особами, створення кредитного реєстру в НБУ; посилення нагляду та регулювання банків, забезпечення ефективного корпоративного управління в банках, підвищення прозорості роботи Фонду гарантування вкладів фізичних осіб, зміцнення режиму реструктуризації корпоративного боргу та захисту прав кредиторів; створення відповідної нормативно-правової бази для ринків цінних паперів і небанківських кредитно-фінансових установ, а також банків).
- Політика щодо доходів (зменшення неофіційної трудової зайнятості та підтримки вразливих домогосподарств).
- Фіскальна політика (поступове зменшення дефіциту державного бюджету, податкова реформа з метою підвищення ефективності та справедливості податкової системи; реформа адміністрування надходжень для детінізації економіки, розширення бази оподаткування та покращення бізнес-клімату; підвищення ефективності та якості видатків уряду).
- Політика в енергетичному секторі (підвищення адресності соціальної допомоги; стимулювання домогосподарств до ощадливості; поліпшення роботи газового сектора).
- Урядування, бізнес-клімат та реформа державних підприємств (проведення структурних реформ, спрямованих на подолання корупції, покращення бізнес-клімату та вдосконалення управління об'єктами державної власності; електронне декларування активів і доходів високопосадовців, поліпшення біз-

нес-клімату задля залучення інвестицій, реформування державних підприємств)¹.

Як бачимо, деякі реформи МВФ мають позитивний характер, окремі, водночас, є дискусійними. Проте звертаємо увагу, що у багатьох випадках країни-позичальники змушені звертатися до МВФ, і для України припинення кредитування або відстрочення надання кредитних ресурсів має негативні наслідки. Звичайно, якщо країна не нарощує державної заборгованості і проводить ефективну державну політику, не виникає потреби використовувати фінансові ресурси МВФ і виконувати вимоги. Тож у період економічної нестабільності зростає значення державного регулювання².

У жовтні 2018 року представники Міжнародного валютного фонду і української влади досягли домовленості щодо економічних реформ для нової 14-місячної угоди. Ця угода замінила домовленість про розширене фінансування від 2015 року і завершиться в березні 2019 року. Передбачено отримання кредитних ресурсів у сумі 2,8 млрд СПЗ (що еквівалентно 3,9 млрд дол. США). Має бути продовжено реформи з фіскальної консолідації і зменшення інфляції, а також реформування адміністрації податків, фінансового та енергетичного секторів. Ця програма поєднана з подібними проектами Світового банку та Європейського Союзу³.

Варто зазначити, що кредити МВФ є порівняно дешевими ресурсами і залучаються на пільгових умовах (строк сплати становить 3–5 років, причому виплата здійснюється лише після трьох років користування позикою, відсоткові ставки за кредит коливаються в межах 2–6,29 %).

Кредитні ресурси МВФ використовують для підтримання курсу національної валюти та фінансування дефіциту платіжного балансу.

¹ Україна: Меморандум про економічну і фінансову політику [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.minfin.gov.ua/uploads/redactor/files>.

² Шкварчук Л. О. Формування доктрини державного регулювання економіки під впливом економічних криз [Електронний ресурс] / Л. О. Шкварчук // Демократичне врядування: Електронне наукове фахове видання. – 2012. – № 9. – Режим доступу: http://lvivacademy.com/vidavnitstvo_1/visnik9/zmist.html.

³ IMF and Ukrainian Authorities Reach Staff Level Agreement on a New Stand-By Arrangement. October 19, 2018 [Electronic resource]. – Mode of access: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2018/10/19/pr18392-imf-and-ukrainian-authorities-reach-staff-level-agreement-on-a-new-stand-by-arrangement>.

Надходження кредитів супроводжуються вимогою проведення низки економічних реформ, спрямованих на досягнення економічного зростання в країні. Проте програми МВФ викликають дискусії через неоднозначність їхнього впливу на економіку країни. Умови надання кредитів МВФ не дають змогу використовувати ці ресурси для прямого кредитування національного виробництва, тому ці ресурси не створюють джерел відшкодування. Окрім того, чергові транші надають лише за умови виконання поставлених МВФ вимог¹.

Згідно з дослідженнями В. В. Козюка, основну частку кредитів МВФ направляють на покриття від'ємного сальдо платіжного балансу з метою утримання стабільного рівня цін і валютного курсу, але, водночас, це не стимулює сукупний попит, особливо в інвестиційній сфері, що є негативним явищем. Автор стверджує, що міждержавні кредити переважно використовують для оплати імпорту².

Загалом, як показує практика, значну частину коштів МВФ спрямовують для розрахунків за вже наявними борговими зобов'язаннями.

Слід зауважити, що кредити Світового банку є дешевшими інструментами залучення державних запозичень, ніж облігації, і мають довгий період виплати, що дає змогу ефективніше використовувати залучені ресурси. Відповідно кредити Світового банку зазнають меншої критики, ніж позики МВФ, оскільки вони мають цільове призначення. На нашу думку, кредити Світового банку є більш вигідними ресурсами, оскільки проекти спрямовані на розвиток інфраструктури або покращення сфери громадських послуг.

Співпраця України зі Світовим банком розпочалася у 1993 році. За 25 років Світовий банк виділив 12 млрд дол. кредитів на реалізацію більше ніж 70 проектів і програм. Після Революції гідності в 2014 році Світовий банк збільшив обсяги кредитування української економіки. У 2018 році портфель позик МБРР складав 2,5 млрд дол. і однієї гарантії на 500 млн дол. Поточний портфель проектів Світового банку в Україні складається з шістнадцяти активних проектів (табл. 2.5).

¹ Бюджетна політика у контексті стратегії соціально-економічного розвитку України : монографія : у 6 т. / Н.-Д. фін. ін-т при М-ві фінансів України ; редкол.: М. Я. Азаров (голова) та ін. – Київ : [б. в.], 2004. – 345 с.

² Козюк В. Євроининок як джерело позик для країн з перехідною економікою / В. Козюк // Економіка України. – 1999. – № 9. – С. 22–30.

**Таблиця 2.5. Проекти Світового банку в Україні
станом на 30 жовтня 2018 року**

Назва проекту	Дата укладання угоди	Зарезервовані кошти (млн дол. США)
Проект із надання соціальних послуг	27 серпня 2018 року	2,85
Статистична методологія розвитку і нарощування потенціалу в умовах військового конфлікту в Україні	5 березня 2018 року	0,45
Покращення менеджменту публічних ресурсів	23 червня 2017 року	3,39
Доступ до довготермінового фінансування	2 травня 2017 року	150,0
Підтримка «Укртрансгазу»	21 лютого 2017 року	1,13
Вдосконалення системи розробки політичних рішень з використанням статистики і аналізу	16 грудня 2016 року	0,34
Проект із забезпечення безпеки газопостачання в Україні	18 жовтня 2016 року	500,0
Подолання наслідків конфлікту, пілотний проект із відновлення та розбудови спроможностей	20 квітня 2016 року	0,0
Проект із забезпечення прозорості в добувній промисловості	24 грудня 2015 року	0,4
Проект розвитку доріг	3 листопада 2015 року	560,0
Поліпшення охорони здоров'я на службі у людей	4 березня 2015 року	214,73
Другий проект у сфері передавання енергії	22 грудня 2014 року	330,0
Модернізація системи соціальної підтримки населення України	3 липня 2014 року	300,0
Другий проект розвитку міської інфраструктури	22 травня 2014 року	300,0
Проект підвищення енергоефективності в секторі централізованого теплопостачання	22 травня 2014 року	332,0
Другий проект покращення доріг та безпеки руху	20 вересня 2012 року	450,0

Джерело: складено за матеріалами офіційного сайту Світового банку (Project and operations of the World bank in Ukraine [Electronic resource]. – Mode of access: http://projects.worldbank.org/search?lang=en&searchTerm=&countrycode_exact=UA

У червні 2017 року Рада виконавчих директорів Групи Світового банку ухвалила Концепцію партнерства з Україною на 2017–2021 роки.

Відповідно до публікацій Світового банку, заплановано подальше розширення кредитування української економіки з метою реформування державного сектора, покращення сфери державних послуг, в тому числі систем опалення, водопостачання та водовідведення, медицини та охорони здоров'я, соціального захисту, інфраструктури¹. Зокрема, увага МФК зосереджена на поліпшенні конкурентоспроможності українського бізнесу шляхом створення рівних умов та залучення додаткових приватних інвестицій².

Як бачимо, позики Світового банку мають інвестиційні цілі і спрямовані на розвиток тих сфер економіки, які можуть не зацікавити приватного інвестора.

Проте історія співпраці зі Світовим банком вказує на доволі низьку ефективність використання коштів, залучених за програмами. Так, до 2000 року жоден із укладених довготермінових проєктів не було реалізовано у повному обсязі. Світовий банк назвав перші роки співпраці з Україною «десятиліттям втрачених можливостей». Аналіз, який провів С. І. Юрій, показує, що передавання коштів Світовим банком конкретним міністерствам та відомствам є також неефективним (із 16 проєктів, які реалізовувались у 2001–2006 роках, два було анульовано, а шість закрито)³.

Аналіз використання кредитів Світового банку в 2009 році, проведений Рахунковою палатою України, також вказував на досить низьку ефективність використання позик. Рахункова палата України встановила, що лише за 2009–2010 роки сплата одноразової комісії за анульовані проєкти перевищила 5 млн грн.

МБРР у лютому та червні 2009 року своєю чергою зауважував щодо повільної вибірки коштів, зокрема, що показник вибірки коштів в Україні є нижчим, ніж середнє значення у Європі та Центральній Азії,

¹ The World Bank. Country Snapshot. (2018) [Electronic resource]. – Mode of access: <http://pubdocs.worldbank.org/en/949201524140589775/Ukraine-Snapshot-Spring2018.pdf>.

² Нова стратегія Групи Світового банку для України зосереджена на сприянні сталому, всебічному економічному відновленню [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.worldbank.org/uk/news/press-release/2017/06/20/promoting-sustainable-inclusive-economic-recovery-is-focus-of-new-world-bank-group-strategy-for-ukraine>.

³ Становлення доктрини фінансової системи України : монографія / за ред. С. І. Юрія, О. М. Десятнюк. – Тернопіль : Екон. думка, 2008. – 190 с.

окрім того, за твердженням спеціалістів МБРР, жоден із проектів не закрили вчасно ¹.

Згідно з оцінками Рахункової палати України, на ефективність реалізації проектів Світового банку негативно впливали організаційно-кадрове забезпечення реалізації проектів через групи управління проектами, низький рівень їх кваліфікації; створення групи управління по кожному проекту із розпорошенням функцій виконавців; часта зміна посадових осіб, на яких покладається відповідальність за цільове та ефективне використання коштів проектів, та брак правопослідовності.

Згідно з оцінками Світового банку, під час реалізації поточного портфеля проектів МБРР, який складається із восьми інвестиційних проектів загальним обсягом близько 2,25 млрд дол. США, також виникають великі проблеми. Наявність структурних перешкод у здійсненні закупівель, відсутність груп, спроможних виконати проекти (ГВП), звинувачення в корумпованості, а також інші проблемні питання суттєво сповільнили реалізацію проектів та виплату коштів за ними ².

Грунтовне оцінювання портфеля проектів було проведене спільно з ECADe у 2016 фінансовому році. За результатами оцінювання було узгоджено план заходів із очищення та реструктуризації портфеля; з метою розв'язання проблем або перерозподілу ресурсів на користь більш пріоритетних напрямів діяльності агресивно застосовували часткове скасування деяких операцій. У 2016 фінансовому році було скасовано 65,5 млн дол. США, виділених на реалізацію проекту з підвищення енергоефективності централізованого тепlopостачання, а у 2017 фінансовому році тривала підготовка до додаткового скасування ще приблизно 40 млн дол. США. Крім того, було скасовано 222,2 млн дол. США з 560 млн дол. США, виділених на реалізацію проекту розвитку дорожньої галузі, за якими після набрання чинності виплати не здійснювались. Також було зупинено кредитні операції, що не відповідали новим стратегічним пріоритетам уряду.

Світовий банк оцінює ризики на шляху реалізації Концепції в Україні як «значні». Серед ризиків переважають політичні ризики, ризики урядування та макроекономічні ризики.

¹ Звіт про результати аудиту стану державного та гарантованого державою боргу за 2009 рік та аналізу тенденцій у 2010 році. – Київ : Рахункова палата України, 2010. – 37 с.

² Україна: концепція партнерства з країною на 2017–2021 фінансові роки [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://documents.worldbank.org/curated/en/501881501141799939/pdf/114516-UKRAINIAN-PUBLIC-WBUkraineCPFUKR.pdf>.

Отже, можна зазначити такі недоліки використання кредитів Світового банку в Україні:

1. Нестача спеціалістів, що мають готувати і реалізовувати проекти.
2. Брак достатнього контролю за реалізацією проектів на виконавчому рівні.
3. Перекладання відповідальності за його виконання на консултантів проекту.

Позики Світового банку є важливим інвестиційним ресурсом для країни, спрямовані на розвиток необхідних галузей економіки, що покликані позитивно впливати на підвищення конкурентоспроможності економіки країни. Однак, як показують дослідження, важливим є питання ефективного використання залучених кредитів.

Україна є членом ЄБРР з серпня 1992 року. ЄБРР надає тільки цільові кредити під конкретні проекти приватним і державним структурам на потреби розвитку економіки (60 % позичкових засобів зазвичай спрямовуються у приватний і 40 % – у державний сектор) ¹.

Окремі дослідники називають недоліки співпраці України з ЄБРР, це, зокрема, тривалий термін затвердження банком кредиту (близько 1–1,5 місяця), високий рівень бюрократизму під час підготовки кредитної заявки ². Варто зауважити, що участь у проектах міжнародних фінансових організацій завжди потребує оформлення відповідної документації, а також звітування про використані кошти. Однак, на нашу думку, це є і позитивним явищем, оскільки підвищується контроль за цільовим використанням залучених ресурсів, що є особливо важливим у сучасних умовах.

Кредити ЄБРР зосереджуються на зміцненні енергоефективності та енергетичній безпеці, розбудові сільськогосподарського та промислового потенціалу, забезпеченні якісної інфраструктури та зміцненні фінансового сектора. Як адміністратор і вкладник Чорнобильського фонду «Укриття», ЄБРР надає фінансову підтримку для ліквідації наслідків аварії на ЧАЕС.

Станом на 31 серпня 2018 року ЄБРР реалізував 407 проектів в Україні. Сумарна сума інвестицій за період співпраці становить 12 645 млн дол. 44 % фінансових коштів портфеля – це кредити для приватного сектора, відповідно 56 % – це державні кредити ³.

¹ Співробітництво України з міжнародними фінансовими інституціями [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://nato.mfa.gov.ua/ua/about-ukraine/economic-cooperation/ifo-projects>.

² Миськів Г. В. Кредити міжнародних фінансових організацій в економіці України / Г. В. Миськів // Фінансовий простір. – 2015. – № 2 (18). – С. 48–53.

³ EBRD projects in Ukraine [Electronic resource]. – Mode of access: <https://www.ebrd.com/where-we-are/ukraine/data.html>.

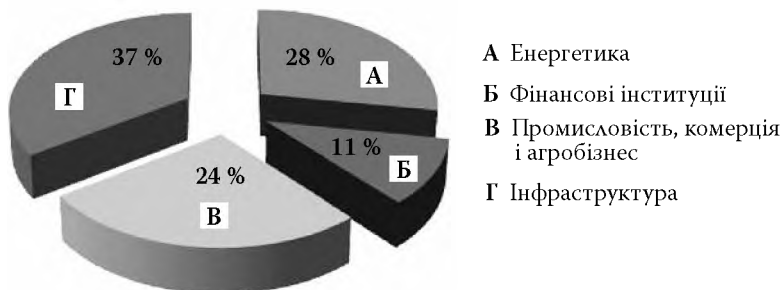


Рис. 2.23. Структура портфеля ЄБРР в Україні

Джерело: EBRD projects in Ukraine [Electronic resource]. – Mode of access: <https://www.ebrd.com/where-we-are/ukraine/data.html>

Як бачимо на рис. 2.23, основна частка кредитів ЄБРР в Україні спрямована на інфраструктурні проекти, а також на розвиток енергетики та промисловості, що є позитивним явищем.

Міжнародні організації надають також кредити на розвиток агробізнесу в Україні, це цілком можна пояснити торговельними інтересами Європейського Союзу та інших країн-партнерів.

Згідно зі стратегією ЄБРР, прийнятою у жовтні 2018 року (терміном на п'ять років), співпраця України з ЄБРР передбачатиме п'ять напрямів: продовження корпоратизації та приватизації держкомпаній, удосконалення норм законодавства в частині конкуренції для бізнесу; зміцнення енергетичної безпеки та диверсифікації енергоресурсів, з особливим акцентом на розвиток альтернативної енергетики; зміцнення фінансової системи, зокрема як державних, так і комерційних банків; інтеграція інфраструктурної та екологічної систем із системами сусідніх країн.

Однозначно позитивними можна вважати розвиток інфраструктури та альтернативної енергетики. Звичайно, аналізу з погляду ефективності і доцільності потребують пункти, пов'язані з приватизацією держкомпаній та зміцненням державних і комерційних банків.

Важливим інструментом зовнішніх державних запозичень є також облігації державної позики, які, як показує практика, є дещо дорожчим фінансовим ресурсом, ніж інші форми державних запозичень, однак не мають цільового використання.

Характеризуючи ринок єврооблігацій України, варто зауважити, що важливим моментом є наявність значної частки державних цінних паперів у власності небанківських фінансових установ, що стримує інфляційні ефекти.

Водночас для України характерна наявність державних облігацій із незначним строком обігу, що є негативним явищем.

Звернемо увагу на характеристику зовнішніх державних облігацій, що перебували в обігу, станом на 5 травня 2018 року (табл. 2.6).

**Таблиця 2.6. Облігації зовнішньої державної позики,
що перебувають в обігу, станом на 5 травня 2018 року**

Обсяг випуску	Валюта	Ставка купона	Дата випуску	Дата погашення
661 338 000	USD	7,75	12 листопада 2015 року	1 вересня 2019 року
1 364 685 000	USD	7,75	12 листопада 2015 року	1 вересня 2020 року
1 409 282 000	USD	7,75	12 листопада 2015 року	1 вересня 2021 року
1 383 692 000	USD	7,75	12 листопада 2015 року	1 вересня 2022 року
1 355 231 000	USD	7,75	12 листопада 2015 року	1 вересня 2023 року
1 339 057 000	USD	7,75	12 листопада 2015 року	1 вересня 2024 року
1 328 887 000	USD	7,75	12 листопада 2015 року	1 вересня 2025 року
1 317 940 000	USD	7,75	12 листопада 2015 року	1 вересня 2026 року
1 307 161 000	USD	7,75	12 листопада 2015 року	1 вересня 2027 року
3 000 000 000	USD	7,375	25 вересня 2017 року	25 вересня 2032 року
Державні деривативи				
3 214 120 000	USD	0,00	12 листопада 2015 року	31 травня 2040 року
ОЗДП під гарантією США				
1 000 000 000	USD	1,844	16 травня 2014 року	16 травня 2015 року
1 000 000 000	USD	1,847	29 травня 2015 року	29 травня 2020 року
1 000 000 000	USD	1,471	29 вересня 2016 року	29 вересня 2021 року

Джерело: ОЗДП. Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.minfin.gov.ua/news/borg/eurobonds>

Як видно з табл. 2.6, значну кількість ОЗДП було випущено у листопаді 2015 року. Варто згадати, що в 2015 році відбулася реструктуризація державної заборгованості. Усі ОЗДП були випущені у доларах США, і ставка є досить високою – переважно 7,75 % (для порівняння, у Греції дохідність 10-річних облігацій становить 4,18 %, для Португалії – 1,88 %, Італії – 2,94 %) ¹. Низькою вона є лише для ОЗДП під гарантією США.

Окрім того, в листопаді 2018 року Міністерство фінансів України завершило випуск облігацій зовнішніх державних позик (єврооблігацій): на суму 750 млн дол. США зі строком погашення 1 лютого 2024 року та на 1250 млн дол. США зі строком погашення 1 листопада 2028 року.

Інвестори зі Сполучених Штатів та Сполученого Королівства купили більшу частину випуску обсягом 750 млн дол., частка яких складала 46 та 41 % відповідно. Європейські інвестори купили 12 % від випуску п'ятирічних єврооблігацій, тоді як частка інвесторів з інших регіонів становила 1 %.

Як повідомило Міністерство фінансів України, за цього випуску у листопаді 2018 року залучені ресурси були використані на погашення наявної заборгованості за державними облігаціями та для фінансування державного бюджету, що вкотре підтверджує залучення державних запозичень для розрахунків за зовнішніми зобов'язаннями та для фінансування поточних потреб держави, а не на інвестиційні цілі.

Як ми вже згадували у підрозділі 2.1, країна має можливість розраховуватись за своїми зовнішніми зобов'язаннями за умови стабільного економічного зростання, надходжень від експорту товарів і послуг, наявності достатніх обсягів золотовалютних резервів.

Для аналізу зовнішньої державної заборгованості варто звернути увагу на співвідношення зовнішнього державного боргу до експорту.

Відповідно до загальних вимог, якщо показник відношення зовнішнього державного боргу до експорту вище ніж 60 % (про що свідчить рис. 2.24), то країна належить до країн із надмірною заборгованістю. Як бачимо на рис. 2.24, відношення зовнішнього державного боргу у 2015–2017 роках було вищим, аніж зазначений показник.

¹ Yield on ten-year government bonds of selected countries worldwide as of October 2018 [Electronic resource]. – Mode of access: <https://www.statista.com/statistics/247275/yield-on-ten-year-government-bonds-of-selected-countries/>.

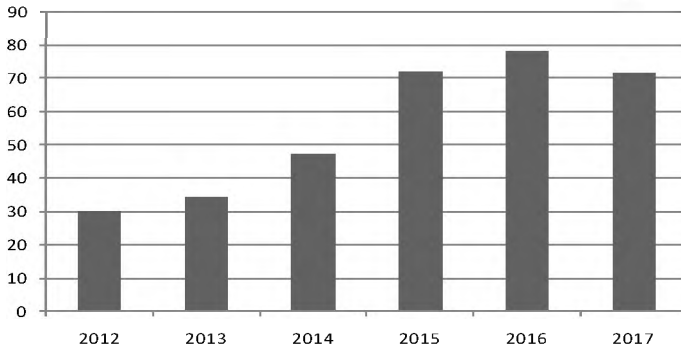


Рис. 2.24. Відношення зовнішнього державного боргу до експорту, %

Джерело: Основні показники. Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.minfin.gov.ua/news/view/osnovni-pokaznyky?category=borg&subcategory=osnovni-pokaznyky>; Статистика. Національний банк України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=65162&cat_id=36674

Показник відношення міжнародних резервів до зовнішнього державного боргу також показує низьке покриття державної заборгованості, що є ризиковим фактором (рис. 2.25). Окрім того, чисті міжнародні резерви формують лише малу частку міжнародних резервів

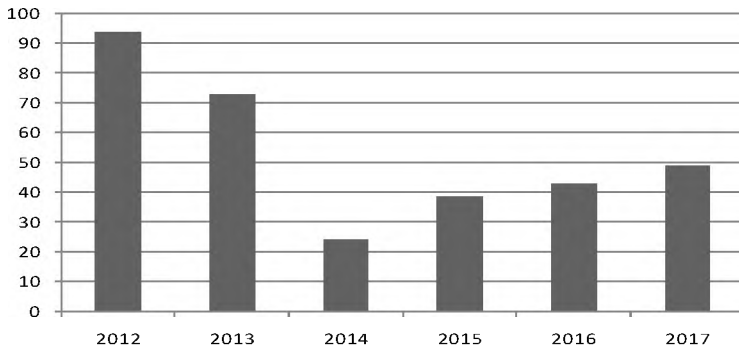


Рис. 2.25. Відношення міжнародних резервів до зовнішнього державного боргу України, %

Джерело: Основні показники. Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.minfin.gov.ua/news/view/osnovni-pokaznyky?category=borg&subcategory=osnovni-pokaznyky>; Статистика. Національний банк України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=65162&cat_id=36674

України. Залежність міжнародних резервів від кредитних ресурсів Міжнародного валютного фонду і нестабільності валютного ринку поглиблює ризики.

Країна має можливість розраховуватися за наявними зобов'язаннями у разі стійкого економічного зростання, надходжень від експорту, наявності міжнародних резервів.

Державний борг України було реструктуризовано в 2015 році. Внаслідок угоди частину боргу відтермінували на наступні чотири роки, а 20 % боргу було списано. Для списання боргу було випущено інструменти відновлення вартості (Value Recovery Instruments, VRI) – цінні папери, прив'язані до показників валового внутрішнього продукту (у цьому випадку з терміном дії до 2040 року). Особливість цих цінних паперів у тому, що виплати за ними відбуватимуться лише за умов досягнення певного рівня номінального ВВП, а також приросту реального ВВП (у цьому випадку 3 % на рік).

У дослідженні В. Пинзеніка зазначено, що досягнення списання 20 % номінальної вартості боргу є нетиповим випадком. За попереджувальної реструктуризації (не післядефолтної) зазвичай 6 із 7 випадків списання основної суми боргу не відбувається. Враховуючи унікальність цього випадку за останній період (з 1950 року), як компенсацію зменшення основної суми боргу Україна взяла на себе зобов'язання із випуску інструментів відновлення вартості.

В. Пинзенік проаналізував ефективність проведеної реструктуризації і дійшов висновку, що використання інструментів відновлення вартості є суперечливим. Зокрема, він зазначає, що «виплати за новим видом інструменту є економічно не вигідними для України». На його думку, існує два можливі сценарії: «Перший – економіка України зростає високими темпами, а виплати за інструментами відновлення вартості будуть високими й несуть значне боргове навантаження. Другий – зростання економіки України є нижчим за 3 % щорічно, і виплат не буде». Водночас, він вважає, що, враховуючи падіння ВВП України майже у 2 рази за останні роки, в майбутньому можна очікувати вищі темпи проросту ВВП, ніж зазначені в угоді 3 %¹.

Незважаючи на деяке зменшення державної заборгованості у 2017 році, на нашу думку, є низка ризиків: високий рівень зовнішнього державного боргу; валютна структура державної заборгованості України

¹ Пинзенік В. Реструктуризація державного боргу: моделі оцінки виплат за інструментами відновлення вартості / В. Пинзенік // Наукові записки НаУКМА. Економічні науки. – 2017. – Т. 2. – С. 110–115.

(низька частка заборгованості в національній валюті), високий розмір гарантованого боргу, брак контролю за використанням залучених ресурсів.

Важливим елементом в управлінні державною заборгованістю є дотримання визначеної стратегії управління. У серпні 2018 року Кабінет Міністрів України затвердив «Середньострокову стратегію управління державним боргом на 2018–2020 роки», якою визначено завдання для Міністерства фінансів щодо зменшення боргу до 60 % в 2018 році, 52 % в 2019 році та 49 % в 2020 році¹.

Однак варто звернути увагу, що «Середньостроковою стратегією управління державним боргом на 2017–2019 роки» було передбачено державні запозичення в обсязі 190,9 млрд грн. Загалом протягом 2017 року цей плановий показник державних запозичень було збільшено на 318,4 млрд грн до 509,3 млрд грн, і фактично у 2017 році було здійснено державних запозичень на суму 478,7 млрд грн. План зменшення державної заборгованості до 52 % у 2019 році на 49 % ВВП у 2020 році, на нашу думку, є досить амбітним.

Упродовж останніх років Міністерство фінансів України проводить поступову політику щодо оптимізації портфеля державних зобов'язань. Однак в умовах політичної нестабільності, постійних кадрових змін і відсутності довгострокової стратегії залучення державних запозичень ефективність менеджменту державної заборгованості не може бути достатньо високою. Державні запозичення залучають для термінових потреб держави, а не для довгострокових інвестиційних цілей, і управління державним боргом спрямоване на коригування графіків виплат із метою уникнення неплатоспроможності, а не дотримання певної стратегії. В таких умовах важко говорити про ефективність використання державних запозичень на розвиток економіки. Найбільш позитивними є кредити Світового банку та ЄБРР, які мають конкретне цільове використання і контроль з боку цих міжнародних інституцій, тому ризик неефективного використання на поточні потреби держави суттєво знижується. Однак ефективність використання кредитів Світового банку хоча й підвищується останніми роками, проте залишається недостатньою.

Зовнішні державні запозичення можуть бути ефективним джерелом додаткових фінансових ресурсів, як, наприклад, кредити

¹ Уряд схвалив Середньострокову стратегію управління державним боргом. Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.minfin.gov.ua/news/view/uriad-skhvalyv-serednostrokovu-strategiiu-upravlinnia-derzhavnym-borhom?category=borg>.

Світового банку та ЄБРР, спрямовані на реалізацію конкретних інвестиційних проектів. Однак значні темпи нарощення державної заборгованості зумовляють зростання обсягів обслуговування державного боргу, що у разі нестачі власних державних коштів (міжнародних резервів та достатніх надходжень від експорту) може спричинити дефіцит платіжних засобів (що ми могли спостерігати на прикладі Греції у 2010–2011 роках). Своєю чергою, економічні кризи та нестабільність національної валюти можуть спричинити зменшення міжнародних резервів країни, а коливання цін на світових ринках та зміна кон'юнктури можуть суттєво вплинути на динаміку експорту.

Із урахуванням рівня економічного розвитку країни, подальше нарощування державної заборгованості може дуже негативно позначитися на економічній стабільності. Зрозуміло, що у такому разі державні запозичення не можуть достатньо позитивно впливати на конкурентоспроможність економіки України.

ВДОСКОНАЛЕННЯ УПРАВЛІННЯ ЗОВНІШНІМИ ДЕРЖАВНИМИ ЗАПОЗИЧЕННЯМИ

3.1. Основні напрями поліпшення управління зовнішніми державними запозиченнями

Фінансова криза 2008–2009 років спричинила збільшення бюджетних дефіцитів, низькі темпи економічного зростання і відповідно непередбачені інтервенції уряду для підтримки стабільності економіки, що зумовило акумуляцію значних обсягів зовнішньої державної заборгованості. Оскільки через зростання державного боргу може знизитися довіра інвесторів до кредитоспроможності урядів і виникнуть сумніви щодо стабільності державних фінансів, то аналіз факторів, що можуть позитивно вплинути на зниження державної заборгованості, є вкрай важливим.

Сплеск міжнародного кредитування у розвинутих країнах і таких, що розвиваються, також зумовлений низкою факторів: зниженням вартості запозичень, інтернаціоналізацією світових фінансових ринків, полегшенням доступу до банківського кредитування. Через брак розвинутих і ліквідних ринків внутрішніх державних запозичень уряди країн вдаються до залучення коштів на міжнародних ринках капіталів. Найкращий доступ до капіталу міжнародних фінансових ринків дає змогу акумулювати додаткові фінансові ресурси.

Країни, що розвиваються, використовують зовнішні запозичення для компенсації різниці між внутрішніми заощадженнями та необхідними інвестиціями, а також експортно-імпоротної різниці.

Належним чином використані ресурси можуть сприяти економічному зростанню у країнах із низькими доходами, зниженню бідності. Однак неефективно розміщені кошти зовнішніх запозичень спричиняють виникнення макроекономічних проблем управління через високі обсяги витрат на обслуговування державної заборгованості.

У розвинутих країнах переважна частка державних запозичень здійснюється на внутрішніх ринках, оскільки значні обсяги зовнішньої

державної та приватної заборгованості, зокрема короткотермінової, можуть спричиняти виникнення зовнішніх фінансових ризиків для урядів країн.

Згідно з дослідженнями Шігето Кітано, зовнішній державний борг є одним із основних індикаторів валютної кризи. Якщо уряд нарощує значні розміри зовнішньої заборгованості і не вживає достатніх фінансових заходів для її зменшення, то навіть за наявності значних обсягів міжнародних резервів у країні виникне валютна криза. І у цьому випадку уряд буде змушений припинити здійснення зовнішніх запозичень¹.

Для ефективного залучення та використання зовнішніх державних запозичень важливим є управління цим процесом.

Активне управління державною заборгованістю є порівняно новим феноменом у світовій економіці: до боргової кризи 1980-х років не існувало чіткого механізму управління державними запозиченнями. На початку 1980-х років ЮНКТАД розпочав технічну співпрацю в рамках програми «Менеджмент державної заборгованості і система фінансового аналізу».

Управління державним боргом – це процес розробки і впровадження стратегії управління державним боргом із метою залучення необхідного обсягу коштів за бажаними вартістю і рівнем ризику.

Управління зовнішніми державними запозиченнями є важливим процесом, оскільки передбачає, зокрема:

1. Забезпечення (гарантування) належного стану та темпів зростання державної заборгованості за різних обставин.
2. Зниження вартості запозичень у довготерміновій перспективі зменшує вплив дефіцитного фінансування і вплив на боргову і фінансову стабільність.
3. Рациональна структура державної заборгованості дає змогу уникнути економічної кризи.
4. Портфель державних запозичень є зазвичай найбільшим фінансовим портфелем країни і може істотно впливати на фінансову стабільність.

Деякі іноземні дослідники, зокрема Т. Магнусон, визначають менеджмент державної заборгованості як процес створення і виконання стратегії управління державним боргом із метою досягнення необхідного обсягу фондів, зниження ризиків та витрат і досягнення будь-яких інших цілей управління державною заборгованістю, зокрема

¹ Kitano S. The Government's Foreign Debt in the Argentine Crisis / S. Kitano // Review of Development Economics. – 2005. – No. 9 (3). – P. 368–379.

таких, як розвиток і забезпечення функціонування ефективного ринку державних цінних паперів¹.

INTOSAI визначає управління державними запозиченнями як сукупність необхідних операцій для забезпечення фінансових ресурсів у необхідному обсязі та у визначений час і для організації розрахунків за борговими зобов'язаннями за найнижчою вартістю².

Управління державними запозиченнями має базуватися на системі законів і адміністративних норм, що регулюють усі операції.

Відповідно до нормативів МВФ і Світового банку виділяють такі бажані характеристики ефективного менеджменту зовнішньої державної заборгованості:

- координація з монетарною і фінансовою політикою;
- доступність інформації – громадськість повинна мати доступ до інформації щодо формування державної заборгованості та звітності щодо ефективності здійснення боргової політики;
- план ризик-менеджменту – для визначення ризику фінансисти, що здійснюють управління державним боргом, повинні регулярно здійснювати тестування портфеля державної заборгованості на базі економічних і фінансових шоків. Менеджери повинні враховувати вплив державних зобов'язань на фінансову стабільність уряду, зокрема поточну ліквідність перед процесом здійснення запозичень;
- розвиток і утримання ефективного ринку інструментів державних запозичень – уряди країн і центральні банки повинні забезпечувати розвиток ринків цінних паперів, що здатні ефективно працювати за різних ринкових умов³.

Що ж до інституційної основи здійснення зовнішніх державних запозичень, то в більшості країн органи управління державними запозиченнями – це міністерство фінансів, центральний банк і державне

¹ Magnusson T. The Institutional and Legal Base for Effective Debt Management [Electronic resource] / T. Magnusson // Paper prepared for the Third Inter-regional Debt Management Conference in Geneva 3–5 December 2001, arranged by UNCTAD. – 17 p. – Mode of access: http://treasury.worldbank.org/bdm/pdf/Institutional_and_Legal_Base_for_Effective_Debt_Management_TM_2001.pdf.

² An exercise of reference terms to carry out performance audit of public debt [Electronic resource]. – Mode of access: <http://www.intosai.org>.

³ Guidance for Conducting a Public Debt Audit – The Use of Substantive Tests in Financial Audits [Electronic resource]. – INTOSAI. – 41 p. – Mode of access: [www.issai.org/media\(490,1033\)/ISAAI_5440_E.pdf](http://www.issai.org/media(490,1033)/ISAAI_5440_E.pdf).

казначейство або департамент розрахунків. Дуже часто спостерігається недостатня координація між відповідальними установами, що спричиняє невідповідні обсяги і терміни здійснення запозичень, складнощі у своєчасному та регулярному здійсненні розрахунків за зовнішніми зобов'язаннями.

Світова практика передбачає кілька різних підходів до управління державними запозиченнями. Згідно з традиційним підходом таке управління здійснює міністерство фінансів або окремий торговий підрозділ міністерства (США, Франції, України), інша практика – розподіл функцій між центральним банком і міністерством фінансів (Італія, Данія, Норвегія). Департамент управління державною заборгованістю є переважно частиною міністерства фінансів. Однак контроль за здійсненням приватних запозичень зазвичай здійснює центральний банк, тому в деяких країнах саме там розміщують згаданий департамент, щоб систематизувати всю інформацію, окрім того, центральний банк зазвичай має кращий доступ до фінансових ресурсів.

Наприкінці 1980-х років з'явився новий підхід, згідно з яким запозичення залучають незалежні агентства з управління державним боргом (Швеція, Ірландія, Нова Зеландія), що переважно підзвітні парламенту країни¹. Однак варто звернути увагу, що низка країн Африки відмовились від цієї практики внаслідок інституційної слабкості таких об'єднань. Недоліком таких установ також може бути нестача фінансових ресурсів та проблеми в отриманні статистичної інформації.

Вкрай негативним елементом системи управління державною заборгованістю в Україні є розподіл повноважень між кількома державними установами: НБУ контролює заборгованість перед МВФ, Міністерство фінансів – кредити Світового банку, Укресімбанк – міждержавні кредитні лінії. Окрім того, ці відомства використовують різні системи обліку та статистичної звітності.

На нашу думку, було б доцільно об'єднати всі елементи управління державною заборгованістю в одній установі.

У країнах, де державні запозичення є важливим інструментом залучення фінансових ресурсів, офіс управління державною заборгованістю складається з трьох частин:

- фронт-офіс, який залучає запозичення на міжнародних ринках;
- мідл-офіс, який здійснює ризик-менеджмент і операційний контроль;

¹ Приказюк Н. В. Державні запозичення: світовий досвід та особливості здійснення в Україні / Н. В. Приказюк, Т. П. Моташко // Економіка та держава. – 2009. – № 5. – С. 12–14.

- бек-офіс, який проводить розрахунки за борговими зобов'язаннями, контроль і звітність.

Важливим є також організація боргового департаменту відповідно до типу запозичень, що покращує управління ними.

Країни з різним рівнем розвитку потребують різної організаційної структури офісу управління державним боргом¹. Однак загалом їхня активність має концентруватися на таких основних функціях: формування політики та стратегії управління державною заборгованістю; забезпечення макроекономічного прогнозування та аналізу для підтримки організації політики; реалізація операцій із метою забезпечення узгодження термінів боргових контрактів і організація боргової звітності (моніторинг та збереження інформації щодо використання кредитних коштів і виплати відсотків за користування позикою).

Ефективна система боргового управління має базуватися на чіткій законодавчій базі з відповідним розподілом владних повноважень між інституціями, забезпечуючи максимум координації співпраці між установами, мінімум дублювання відповідних функцій, і вільний доступ до інформації усіх учасників процесу управління зовнішньою державною заборгованістю.

Охарактеризуємо основні елементи процесу управління державними запозиченнями.

На практиці менеджмент зовнішнього державного боргу передбачає скоординовані механізми в сфері укладення договорів про отримання позик, використання запозичень і обслуговування державної заборгованості (рис. 3.1).

Перед прийняттям рішення про здійснення зовнішніх державних запозичень уряди країн повинні спланувати і визначити мету залучення коштів, види державних запозичень і встановити граничний розмір, при перевищенні якого зовнішній державний борг може негативно впливати на майбутню фінансово-економічну політику.

Рішення про нарощення обсягів зовнішньої державної заборгованості має бути спланованим і публічним процесом. При плануванні цих обсягів необхідно враховувати обсяги та графіки майбутніх розрахунків за борговими зобов'язаннями, економічну ситуацію в країні, зокрема, прогнозовані темпи зростання економіки, експорту, імпорту,

¹ Boressen P. Role and organization of a debt office / P. Boressen, E. Pascal // United on trade and development. DMFAS programme technical paper No 1. – United Nations, New York and Geneva, 2002. – P. 23.

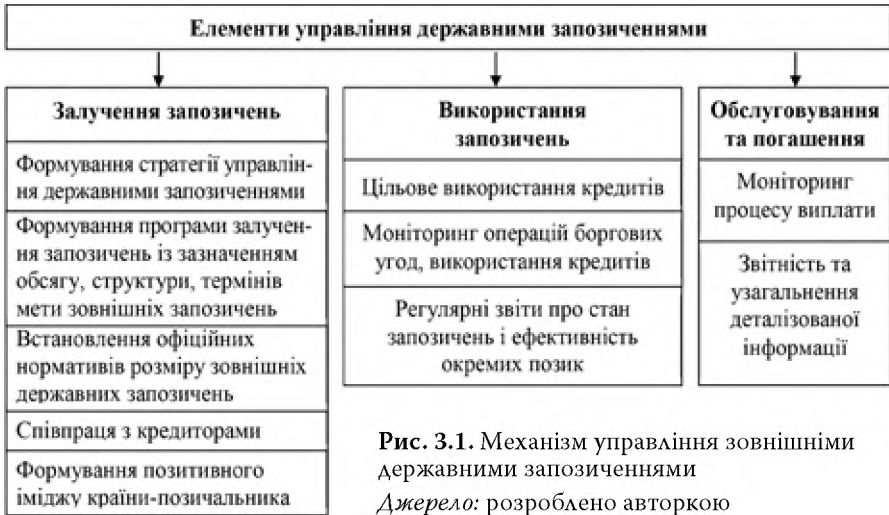


Рис. 3.1. Механізм управління зовнішніми державними запозиченнями

Джерело: розроблено авторкою

обсяг міжнародних резервів у середньостроковій перспективі. Важливим елементом є узгодження термінів погашення запозичень із метою уникнення збігів у часі. Варто мати набір показників для швидкої характеристики стану зовнішньої державної заборгованості, зокрема таких, як показник обслуговування зовнішньої державної заборгованості, відношення теперішньої вартості зовнішньої державної заборгованості до експорту товарів та послуг, показник відношення зовнішньої державної заборгованості до ВВП, відношення резервів до імпорту, відношення резервів до короткострокової заборгованості.

Окрім того, варто створити програму із переліком галузей, для яких необхідно залучати зовнішнє фінансування. Залучення зовнішніх державних запозичень у певні галузі економіки може позитивно вплинути на підвищення конкурентоспроможності економіки країни. Зокрема, кредити Світового банку мають конкретне цільове спрямування і можуть бути залучені в ті сектори економіки, які не є достатньо привабливими для приватних інвесторів. Як ми бачили в розділі 2, їх залучають для розбудови інфраструктури. Одним із завдань держави є створення певної стратегії залучення державних запозичень із забезпеченням цільового спрямування у конкретні галузі економіки ¹.

¹ Cottarelli C. Default in Today's Advanced Economies: Unnecessary, Undesirable, and Unlikely / C. Cottarelli, L. Forni, J. Gottschalk, P. Mauro // International Monetary Fund. – 2000. – September 1. – 26 p.

Характеризуючи перший етап управління зовнішнім державним боргом – залучення державних запозичень, варто зазначити, що на цей процес впливають також такі фактори:

- темпи економічного зростання;
- економічні умови в країнах, де здійснюються зовнішні державні запозичення;
- інфляція;
- характеристика ринків, на яких здійснюються запозичення;
- вартість кредитних ресурсів;
- рівень платоспроможності країни¹.

На обсяг, структуру, періодичність, умови залучення зовнішніх державних запозичень впливає міжнародна конкурентоспроможність країни, місце, яке вона займає на світових ринках позикових капіталів.

Безумовно, важливою є ціна, за якою здійснюють залучення фінансових ресурсів. Країни, які мають кращу боргову історію, економічне становище, високі кредитні рейтинги і можливості розраховуватися за своїми зовнішніми борговими зобов'язаннями, є більш привабливими для іноземних кредиторів та інвесторів і тому можуть здійснювати запозичення за нижчими відсотковими ставками.

За умови кризових явищ у країні уряди часто вдаються до запозичень на міжнародних ринках капіталів із метою стабілізації економічної ситуації. У таких випадках часто спостерігається суттєве нарощування обсягів зовнішньої державної заборгованості. Проте варто звернути увагу на той факт, що постійне використання державних запозичень за низьких показників економічного зростання, високих обсягів бюджетного дефіциту, низького рівня конкурентоспроможності країни може спричинити виникнення боргової спіралі. Загалом,



Рис. 3.2. Управління процесом залучення запозичень

Джерело: Loser C. M. United Nations conference on trade and development. G24 discussion paper series. External debt sustainability / C. M. Loser // Guidelines for Low- and Middle income countries. – March 2004. – No. 26. – 45 p.

¹ Guidance for Conducting a Public Debt Audit – The Use of Substantive Tests in Financial Audits [Electronic resource]. – INTOSAI. – 41 p. – Mode of access: [www.issai.org/media\(490,1033\)/ISAAI_5440_E.pdf](http://www.issai.org/media(490,1033)/ISAAI_5440_E.pdf).

інструмент зовнішніх державних запозичень часто використовують для обслуговування наявної державної заборгованості, що у разі постійного застосування такої практики не може забезпечувати позитивний вплив державних запозичень на економічний розвиток країни.

Важливою у процесі здійснення запозичень є їхня структура: в розрізі валют, терміновості, різновиду інструментів державних запозичень. Зрозуміло, що ефективнішою є диверсифікація валют запозичення. Особливістю зовнішніх державних запозичень є валютні ризики, які можуть суттєво впливати на зростання фактичних обсягів зовнішньої державної заборгованості. З огляду на це, у кращих позиціях перебувають країни, які здійснюють запозичення в національній валюті. Наприклад, для Сполучених Штатів Америки валютний ризик є мінімальним, оскільки запозичення на внутрішніх і міжнародних ринках капіталів переважно здійснюють у доларах США.

Окрім того, зрозуміло, що для ефективного боргового планування і кращого використання запозичених коштів більш привабливим є залучення довгострокових запозичень, позаяк короткострокові є більш ризиковими і складними у використанні. Кредитори надаватимуть довгострокові позики лише за високої довіри до платоспроможності позичальників. Тому тут також важливу роль відіграє місце країни на світових ринках капіталів, товарів та послуг.

Хоча з короткостроковими боргами пов'язані менші фінансові витрати, оскільки інвестори не вимагають високої дохідності, однак короткотерміновий борг асоціюється з уразливістю до раптових змін на ринку.

Боргові кризи в Мексиці та Росії привернули увагу до важливості структури державної заборгованості, яка вплинула на глибину кризи. Неефективна структура державної заборгованості з погляду тривалості, валюти або вартості запозичень, а також значні обсяги державної заборгованості були важливими факторами, які спричинили або поглибили економічні кризи в багатьох країнах ¹.

Країни з високим рівнем інфляції та волатильністю інфляції не мають можливості повною мірою розвивати ринок внутрішніх облігацій і здебільшого покладаються на зовнішні запозичення ².

¹ Guscina A. Impact of Macroeconomic, Political, and Institutional Factors on the Structure of Government Debt in Emerging Market Countries / A. Guscina // IMF Working Paper WP 08/205. – 2008. – P. 1–45.

² Ibid.

Якщо зовнішні запозичення зростають і є необхідність оплати імпорту, ситуація може бути досить ризиковою. Коли переважна частка зовнішньої заборгованості номінована у іноземній валюті, це піддає країну валютним ризикам, які у разі фінансової нестабільності можуть впливати на подальше збільшення зовнішньої заборгованості.

Спроможність уряду випускати ринкові інструменти залежить від стабільності макроекономічної ситуації та довіри до влади. Низький рівень інфляції, відкритість і прозорість у державних фінансових операціях, а також розвинута юридична система сприяють розвитку внутрішнього та міжнародного ринку облігацій.

Крім того, країнам із розвинутою фінансовою системою легше емітувати боргові цінні папери, натомість країни, які не мають необхідної інфраструктури, частіше покладатимуться на позики.

Крім того, погіршення сприйняття кредитоспроможності країни може швидко підвищити відсоткові ставки і в подальшому спричинити їх постійне зростання.

Якщо інвестори не впевнені в майбутньому, вони купуватимуть боргові інструменти, індексовані до долара США, рівня інфляції, або цінні папери, випущені на короткий термін.

Однак борг в іноземній валюті може виявитися дуже ризиковим, якщо режим валютного курсу стане неприйнятним, як засвідчила Азійська фінансова криза 1997–1998 років. Зовнішні державні запозичення у власності банків стали серйозною проблемою, коли азійські країни не змогли встановити валютний курс через спекулятивні атаки.

У кожній країні залучають певні форми зовнішніх державних запозичень. Кредити МВФ часто використовують у країнах, які потребують додаткових ресурсів для стабілізації національної економіки і мають проблеми з обслуговуванням державної заборгованості. Нині значні обсяги залучень у МВФ припадають на країни Європи, які стикнулися із борговою кризою. Останніми десятиліттями позики Світового банку використовують в основному з метою подолання бідності та забезпечення соціального добробуту населення, тому їх залучають країни з низьким економічним розвитком і ті, що розвиваються. Економічно розвинуті країни найчастіше віддають перевагу облігаціям. Зрозуміло, країни, які мають вищі кредитні рейтинги і кращі економічні показники, здійснюють випуск державних цінних паперів за нижчими відсотковими ставками.

Порядок обслуговування, пільги, які надають позичальникам, можливість реструктуризації також частково залежать від міжнародної конкурентоспроможності країни, довіри до позичальників.

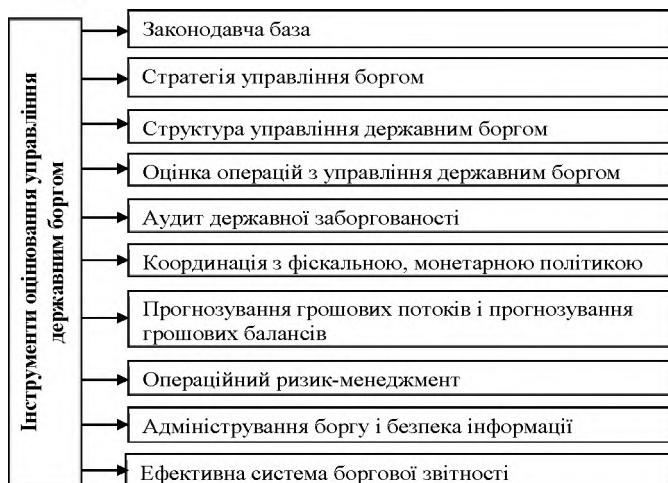


Рис. 3.3. Інструменти оцінювання управління зовнішнім державним боргом

Джерело: складено авторкою за даними МВФ

Водночас у період боргових криз із метою уникнення дефолтів та повної втрати кредитних ресурсів країнам-позичальникам надають пільгові відстрочки платежів і узгоджують плани реструктуризації.

Науковці МВФ виділяють певні інструменти, що характеризують ефективність управління державною заборгованістю (рис. 3.3)¹.

Для ефективного управління зовнішніми державними запозиченнями необхідним є дотримання відповідного розміру зовнішнього державного боргу.

Стабільність державної заборгованості є дискусійним питанням. Як ми вже зазначали в розділі 2, для кожної країни платоспроможність визначається різним рівнем державної заборгованості. Упродовж останніх 300 років державна заборгованість Великої Британії ніколи не спадала менше, ніж до 20 % до ВВП, сягала 270 % і в середньому становила 117 %, однак ця країна ніколи не зазнавала дефолту.

Можливість розраховуватися за державними зобов'язаннями залежить від наявності державних доходів. У випадку зовнішнього державного боргу, номінованого в іноземній валюті, такими доходами стають надходження від експорту, однак зрозуміло, що не всі надходження

¹ Transcript of a Press Conference on the International Monetary Fund's Global Financial Stability Report [Electronic resource]. – Mode of access: <http://www.imf.org/external/country/chn/index.htm?pn=0>.

від експорту можуть бути використані для розрахунків за зовнішніми борговими зобов'язаннями¹.

Оцінюючи боргову стабільність, постійно потрібно враховувати політичні, економічні та інституційні умови, що можуть вплинути на платоспроможність уряду².

З метою вдосконалення процесу управління зовнішніми державними запозиченнями в Україні необхідно реалізувати такі заходи:

1. Удосконалення нормативно-правової бази управління державними запозиченнями із визначенням обмежень їх залучення, формування системи індикаторів зовнішньої державної заборгованості. Важливим елементом є перегляд граничної норми державного боргу з урахуванням макроекономічної ситуації в Україні і зовнішніх чинників (згідно з Бюджетним кодексом, він не має перевищувати 60 % ВВП) та зниження його рівня до 30–35 % ВВП.

2. Визначення потреб у державних запозиченнях на здійснення рефінансування наявної державної заборгованості або на фінансування інвестиційних програм. Необхідним є формування на державному рівні відповідної програми сфер залучення державних запозичень, які не є привабливими для приватних інвесторів, однак необхідні для розвитку економіки та підвищення її конкурентоспроможності.

3. Розроблення стратегії залучення зовнішніх державних запозичень, вибір окремих форм фінансування, диверсифікація запозичень за валютним складом, вжиття заходів щодо поліпшення структури зовнішньої державної заборгованості. Важливим є визначення перспективних і поточних цілей управління зовнішнім державним боргом з урахуванням динамічної кон'юнктури на світових фінансових ринках. Необхідною є відмова від практики прийняття поодиноких управлінських рішень, що не містяться в загальній програмі залучення зовнішніх запозичень. Важливим елементом боргової політики є поєднання та ефективний розподіл зовнішніх та внутрішніх державних запозичень з метою уникнення кредитних і валютних ризиків.

4. Спрямування залучених ресурсів на фінансування конкурентоспроможних галузей економіки та інфраструктури, запровадження

¹ Wyplosz C. Debt Sustainability Assessment: The IMF Approach and Alternatives / C. Wyplosz // Graduate Institute of International Economics and CEPR. – December 2005. – 35 p.

² Managing Public Debt: Formulating Strategies and Strengthening Institutional Capacity Prepared by the Staff of the IMF and World Bank International Monetary Fund [Electronic resource] // International Monetary Fund and the World bank. – Washington, D. C. – 107 p. – Mode of access: http://treasury.worldbank.org/bdm/pdf/10_Managing_PD_Strethen_Instit_Capacity.pdf.

новітніх технологій і соціального розвитку країни. Використання зовнішніх державних запозичень на фінансування поточних видатків бюджету та обслуговування накопиченої заборгованості не дає змоги повною мірою впливати на підвищення конкурентоспроможності економіки країни.

5. Узгодження політики державних запозичень із процесом бюджетотворення, із грошово-кредитною, валютною та фіскальною політикою в країні. При визначенні допустимих обсягів залучення зовнішніх державних запозичень необхідно враховувати прогнозовані обсяги доходів та видатків бюджету, темпи інфляції та можливі зміни валютного курсу, розміри міжнародних валютних резервів, можливі реформи в бюджетно-податковій політиці, тенденції розвитку світової економіки. Зміни у національній та світовій економіці можуть негативно вплинути на платоспроможність уряду за борговими зобов'язаннями.

6. Зменшення обсягів гарантованих запозичень із подальшою відмовою від використання практики гарантування урядом кредитів, що були залучені суб'єктами господарювання. Як показали дослідження, останніми роками в Україні значними темпами зростають обсяги гарантованих державних запозичень, що є додатковою загрозою фінансовій стабільності. Це зумовлює необхідність суттєвого зниження обсягів використання інструменту надання гарантій урядом на законодавчому рівні.

7. Чіткі визначення та розподіл повноважень між окремими інституціями, які здійснюють управління зовнішніми державними запозиченнями. Ефективний менеджмент державної заборгованості можливий лише за узгодженості політики державних установ, які здійснюють запозичення. Необхідними є узгодженість залучення різних форм державних запозичень і забезпечення належного контролю за їх використанням. Позитивним елементом є максимальна концентрація усіх функцій управління державною заборгованістю в одній державній установі.

8. Підвищення рівня обґрунтованості розробки та реалізації проєктів, які фінансують міжнародні фінансові організації. Необхідно збільшити кількість проєктів інноваційного спрямування та проєктів, ініційованих українською стороною, скоротити терміни впровадження проєктів. Важливими є підвищення уваги до укладання угод із міжнародними фінансовими організаціями, а також посилення державного контролю за реалізацією проєктів Світового банку, ЄБРР, інституційне та кадрове забезпечення їх впровадження.

9. Безперервний моніторинг кредитних пропозицій і дохідності позичкових інструментів на світовому і регіональних фінансових

ринках, оптимізація залучення та обслуговування позикових коштів. Для забезпечення оптимальної структури зовнішніх державних запозичень необхідним є вибір найбільш доцільних та економічно вигідних форм їх залучення. Зміни на світових фінансових ринках спричиняють коливання вартості державних запозичень, що зумовлює необхідність постійного аналізу та моніторингу міжнародних ринків капіталів.

10. Аналіз історії державних зовнішніх і внутрішніх запозичень з метою кращої оцінки та прогнозування їхніх майбутніх обсягів. Для прогнозування майбутніх обсягів державних запозичень необхідним є як використання математичного інструментарію, так і комплексний аналіз історії формування державної заборгованості. Вивчення досвіду реалізації боргової політики, особливостей виникнення боргових криз та їх подолання як в Україні, так і в інших країнах може допомогти передбачити можливі зміни в обсягах державної заборгованості, а також шляхи оптимізації управління державною заборгованістю.

11. Оперативна оцінка стану зовнішньої державної заборгованості. Ситуація на світових фінансових ринках постійно змінюється, що зумовлює необхідність безперервної і оперативної оцінки її впливу на державну заборгованість.

12. Обґрунтованість, цільове та ефективне використання державних запозичень. Одним із найголовніших елементів управління державною заборгованістю в Україні і в світі загалом є забезпечення цільового використання зовнішніх державних запозичень та жорсткого контролю за їх використанням з метою підвищення конкурентоспроможності економіки країни.

13. Формування попереднього плану погашення зовнішніх державних зобов'язань. Міністерство фінансів України здійснює постійний моніторинг державної заборгованості і складає план її погашення. Для уникнення значного навантаження на державний бюджет в окремі роки необхідним є узгодження графіків обслуговування та погашення зовнішньої та внутрішньої державної заборгованості.

14. Вдосконалення обліку боргових зобов'язань. Забезпечення повноти та єдиної системи звітності (Міністерство фінансів та Національний банк України користуються різними нормами звітності при оцінці стану державної заборгованості).

15. Забезпечення своєчасного і в повному обсязі погашення зовнішніх боргових зобов'язань, мінімізація вартості обслуговування. У певних випадках для ефективного управління державною заборго-

ваністю варто застосовувати механізми рефінансування та реструктуризації. Водночас, часте використання інструменту пролонгації платежів з обслуговування та погашення державної заборгованості сприяє зниженню довіри кредиторів.

16. Формування позитивного іміджу і сталої облігаційної репутації країни на світових ринках капіталів, здобуття високих кредитних рейтингів із метою підвищення інвестиційної привабливості країни. Кредитні рейтинги безпосередньо впливають на вартість залучення єврооблігаційних запозичень на світових ринках капіталів, а також на привабливість країни для приватних інвесторів. Тому важливим є ефективний аналіз чинників, що впливають на його формування та забезпечення співпраці з рейтинговими агентствами. Важливе значення для формування позитивного іміджу країни має загальний стан економічного розвитку, дієве реформування економіки та стабільність політичної ситуації.

Варто зазначити, що значні обсяги зовнішньої державної заборгованості негативно впливають на економічне зростання і стабільність державних фінансів, тому виникає потреба знизити розміри зовнішнього державного боргу країни.

Загалом, уряди країн мають обмежений обсяг засобів для зниження державної заборгованості. З одного боку, вони можуть упорядковувати свою фіскальну політику через забезпечення бюджетних профіцитів для зниження заборгованості, з іншого – створити середовище для економічного зростання.

Дослідники визначають такі способи зменшення державної заборгованості:

1. Економічне зростання.
2. Фіскальне коригування – жорстка економія.
3. Монетарна політика.
4. Приватизація.
5. Дефолт або реструктуризація.
6. Інфляція.
7. Структурні реформи.

Останній варіант широко використовували розвинені країни після Другої світової війни, а дефолти і реструктуризації були досить поширеними перед війною. Однак у разі високих рівнів державної заборгованості є сумнів, що фіскальна жорстка економія буде достатньою, навіть у поєднанні з фінансовими обмеженнями.

Розглянемо докладніше перелічені вище способи зменшення державної заборгованості.

Економічне зростання

Економічне зростання є рідкісним варіантом в умовах значного обсягу державної заборгованості та фінансової нестабільності.

Однак аналіз 26 епізодів значних скорочень боргів у розвинутих країнах з 1980-х років та інші емпіричні дані, зібрані науковцями МВФ, свідчать, що періоди скорочення боргу часто пов'язані з вищими темпами зростання та позитивним значенням первинного сальдо. Інфляція, процентні ставки також вплинули на динаміку боргу, хоча вони мали порівняно менше значення. Історично була така тенденція: скорочення боргів були меншими у більш складних макроекономічних середовищах в умовах середнього рівня економічного зростання та високих процентних ставок; якщо за таких умов відбулося успішне скорочення боргів, це було зумовлено, головним чином, значними фіскальними реформами.

Економічне зростання є одним із ключових факторів. Дослідження науковців МВФ підтверджують, що зниження державної заборгованості є більш імовірним, коли зростання реального ВВП є високим.

Скорочення боргів, як правило, є більшим, коли є високі темпи зростання, а також у періоди з високим позитивним первинним балансом (тобто фіскальним балансом, за винятком виплат процентів). Державний борг зростає частіше, якщо первинний баланс був нижчим за середній.

Для всіх епізодів зменшення заборгованості ефект економічного зростання скоротив співвідношення боргу до ВВП на 2% щорічно. На відміну від цього, позитивний первинний баланс призвів до зменшення боргу на 3,2 % ВВП на рік.

Водночас, управління державним боргом ускладнюється, коли темпи економічного зростання є низькими. У такому разі тягар зменшення державної заборгованості перекладається на інструменти фіскальної консолідації.

Фіскальна консолідація

Дослідження ЄЦБ показують, що найсуттєвіше впливає на зменшення державної заборгованості консолідація витрат, що базується на зменшенні допомоги за системою соціального забезпечення та скорочення заробітних плат у державній сфері. Великі скорочення державних субсидій, витрат на обслуговування урядових структур і накопичень капіталу значно не впливають на зниження обсягів зовнішньої державної заборгованості¹.

¹ Nicke C. Major public debt reductions lessons from the past, lessons for the future [Electronic resource] / C. Nicke, P. Rother and L. Zimmermann // Working paper series No. 1241. – September 2010. – 37 p. – Mode of access: <http://www.ecb.europa.eu>.

Однак зменшення зовнішньої державної заборгованості за допомогою фіскальних інструментів є довгим процесом. Зокрема, у дослідженнях Е. Булдаччі та С. Гупти зазначено, що лише 12 % країн були здатні знизити розмір державної заборгованості до передкризової упродовж 16 років після закінчення кризи¹.

Свого часу Ф. Гіваззі, М. Погано і С. Зампеллі наголошували, що значні фіскальні консолідації забезпечують успіх у зменшенні обсягу державної заборгованості. Для досягнення контрольного розміру державної заборгованості країнам необхідно близько 10 років (до 60 % ВВП у розвинутих країнах і 40 % у країнах, що розвиваються)².

Згідно з дослідженнями науковців МВФ, досягнення передкризового розміру зовнішнього державного боргу потребує 9,5 року. Причому в країнах, де банківська криза тривала довше, період відновлення граничного розміру заборгованості триватиме в середньому на 3 або 4 роки довше. Окрім того, якщо значний розмір державної заборгованості було нараховано саме у період кризи, це також подовжує термін відновлення. Важливим є прийняття саме значних фіскальних обмежень, оскільки незначні фіскальні реформи несуттєво впливають на зменшення розміру державної заборгованості. Країни з проблемами рівноваги державного бюджету внаслідок збільшення обсягів боргу змушені вживати термінові заходи з метою зниження державної заборгованості. Країни, в яких спостерігалось позитивне сальдо державного бюджету, в післякризовий період досягають швидшого ефекту у зниженні зовнішньої державної заборгованості. Зниження зовнішньої державної заборгованості також більш успішне за одночасного використання монетарної політики поряд із фіскальними обмеженнями. Нижчі відсоткові ставки стимулюють інвестиції, що позитивно впливає на динаміку економічного зростання³.

Наявність інституційного забезпечення для фіскальної консолідації є позитивним фактором. Однак особливості проведення фіскальної консолідації також мають значення. Зокрема, скорочення витрат

¹ The euro's problems. Tomorrow and tomorrow. The euro zone's finance ministers continue to act as if time is on their side 2011 [Electronic resource]. – Mode of access: <http://www.economist.com/node/18713850>.

² Transcript of a Press Conference on the International Monetary Fund's Global Financial Stability Report [Electronic resource]. – Mode of access: <http://www.imf.org/external/country/chn/index.htm?pn=0>.

³ Restoring Debt Sustainability After Crises: Implications for the Fiscal Mix Prepared by Emanuele Baldacci, Sanjeev Gupta, and Carlos Mulas-Granados [Electronic resource]. IMF Working Paper. Fiscal Affairs Department. – October 2010. – 36 p. – Mode of access: www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10232.pdf.

на інвестиції або підтримки найбільш уразливих людей може завдати шкоди перспективам зростання більше, ніж зменшення нецільових соціальних витрат та субсидій. З погляду надходжень необхідно зменшити податкові витрати, уникнути ухиляння від сплати податків, скоротити оподаткування праці з огляду на стимулювання споживання та збільшити оподаткування майна¹.

Згідно з дослідженнями Е. Булдаччі, С. Гупти та К. Мулас-Гранадоса (2010), країни, які мають профіцит бюджету в посткризовий період, досягають швидшого ефекту при зменшенні державної заборгованості. Зниження процентних ставок стимулює інвестиції, що позитивно впливає на динаміку економічного розвитку².

Монетарна політика

Монетарна політика має бути пристосованою до змін, з урахуванням умов країни. Поряд із фіскальною консолідацією варто використовувати монетарні стимули, особливо в тих країнах, де прогалини у виробництві залишаються великими. Часто за умови фінансової нестабільності та використання інструментів фіскальної консолідації необхідно стимулювати економічний розвиток із застосуванням монетарних важелів для уникнення негативного впливу зменшення державних видатків на споживання та економічне зростання.

У будь-якому випадку ефективне управління державним боргом, в т. ч. його зменшення, має базуватися на взаємодії фіскальної та монетарної політики.

Приватизація

У минулому приватизація державних активів була важливою стратегією зменшення заборгованості, зокрема у програмах, які підтримує Міжнародний валютний фонд. Доходи від приватизації були значними у розвинутих країнах. Наприклад, Португалія зібрала близько 16 % ВВП за 1996–2000 роки; Італія – 7 % у 1997–2001 роках; а Греція та Іспанія отримали близько 6 % протягом цих чотирьох років. Водночас, варто зазначити, що збиток від надходжень від продажу цих активів також має розглядатися як оцінка довгострокового

¹ Abbas A. Dealing with High Debt in an Era of Low Growth / A. Abbas, B. Akitoby, J. Andritzky, H. Berger, T. Komatsuzaki, J. Tyson // International Monetary fund. European and Fiscal Affairs Departments. – 2013. – P. 1–42.

² Baldacci E. Restoring Debt Sustainability After Crises: Implications for the Fiscal Mix [Electronic resource] / E. Baldacci, S. Gupta, C. Mulas-Granados // IMF Working Paper. Fiscal Affairs Department. – 2010. – P. 1–36. – Mode of access: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.174.9083&rep=rep1&type=pdf>.

впливу на державні фінанси. Проте доходи від управління деякими активами були досить невеликими¹.

На нашу думку, важливими у разі приватизації є стратегічне значення підприємства та ефект від продажу державної власності. Якщо йдеться про неефективне використання ресурсів і якщо підприємство не має стратегічного значення для економіки країни, приватизація може бути допустимою, але, звісно, лише за умов достатньої прозорості її здійснення і отримання відповідних фінансових ресурсів.

Інфляція

Загалом інфляція може сприяти зменшенню державної заборгованості (зокрема номінованої в національній валюті), однак висока інфляція зазвичай призводить до значних проблем і ризиків.

Структурні реформи з метою підвищення довгострокового зростання

Структурні реформи можуть стимулювати економічне зростання та допомогти скоротити співвідношення боргу у довгостроковій перспективі. Огляд емпіричних даних дав змогу Б. Барку, Дж. Рахману та Р. Вальдесу (2012) зробити висновок, що є суттєві докази того, що структурні реформи можуть стимулювати зростання.

Використання глобальної монетарної та фіскальної моделі МВФ (GIMF) свідчить, що поєднання розвинутого ринку праці, ринку товарів та пенсійних реформ може збільшити ВВП на 4,5 % впродовж 5 років².

Як зазначали Дж. Острій, А. Гош і Р. Еспіноза (2015), «швидке зниження заборгованості призводить до високих ставок оподаткування та відповідно великих витрат; з іншого боку, ніколи не сплачуючи кошти, країна буде завжди сплачувати свій борг, таким чином постійно вносячи зміни до системи оподаткування». «Повернення державного боргу у розмірі 5 % ВВП... через рік спричинить втрату ВВП у розмірі 1 відсотка, але ці витрати дуже нелінійні: зниження державної заборгованості на 10 відсотків ВВП коштуватиме 2–3 % ВВП, а зниження державної заборгованості на 20 % призведе до витрат щонайменше у розмірів 6 % ВВП»³.

¹ Abbas A. Dealing with High Debt in an Era of Low Growth / A. Abbas, B. Akitoby, J. Andritzky, H. Berger, T. Komatsuzaki, J. Tyson // International Monetary fund. European and Fiscal Affairs Departments. – 2013. – P. 1–42.

² Ibid.

³ Ostry J. When Should Public Debt Be Reduced? [Electronic resource] / J. Ostry, A. Ghosh, R. Espinoza // IMF Staff Discussing Note. – 2015. – P. 1–26. – Mode of access: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1510.pdf>.

На нашу думку, швидке погашення державної заборгованості може бути дорогим для економіки, але виплата боргу протягом довгого періоду може продовжити рецесію в країні.

Нагадаємо думку Р. Мاستрейва, який зазначив, що, на відміну від приватних підприємств, держава не зобов'язана погасити борг. Уряд може рефінансувати борг, реструктуризувати його, тому питання не в оплаті боргу, а в оптимальному управлінні ним.

У разі неспроможності уряду виконувати свої боргові зобов'язання постає необхідність застосування особливих механізмів зниження боргового тягаря. Дослідники виділяють ринкові та неринкові інструменти зниження зовнішньої державної заборгованості. Ринкові інструменти передбачають викуп зовнішніх боргових зобов'язань країною-емітентом. Для цього потрібні додаткові фінансові ресурси, які залучають за рахунок власних коштів країни-емітента, нових запозичень на міжнародних ринках капіталу.

Неринкові інструменти зменшення тягаря зовнішньої заборгованості передбачають рефінансування та реструктуризацію (рис. 3.4).



Рис. 3.4. Методи зниження зовнішньої державної заборгованості

Складено авторкою за даними:

Лютій І. О. Державний кредит та боргова політика України :
монографія / І. О. Лютій, Н. В. Зражевська, О. Д. Рожко ;
за ред. І. О. Лютого. – Київ : Центр учб. літ.,
2008. – 351 с.

Реструктуризацію визначають як обмін наявних боргових інструментів, таких як позики або облигації, на нові боргові інструменти або готівку через легальну процедуру¹.

Варто зазначити, що міжнародні облигації є складнішим інструментом для реструктуризації порівняно з позиками. По-перше, облигації охоплюють більшу кількість інвесторів, ніж позики. По-друге, облигації можуть бути у вигляді чека на пред'явника, тому інвестори можуть бути важко доступними, непрослідковуваними. Боргова криза і дефолт в Аргентині показали, наскільки складними можуть бути переговори щодо реструктуризації заборгованості внаслідок наявності значної кількості власників цінних паперів. У Росії були реструктуризовані зовнішні державні позики, а єврооблигації залишились, що свідчило про можливість різного підходу до управління окремими борговими інструментами і відповідно спричинило різну вартість і ризиковість певних типів державних запозичень².

Суверенні облигації мають певну перевагу над корпоративними. Окрім того, уряд може оплачувати запозичення за рахунок відкликання коштів з інших фондів або через збільшення податків.

У разі неплатоспроможності уряду за своїми борговими зобов'язаннями країна змушена вдаватися до дефолту.

За визначенням агентства Moody's, дефолти передбачають такі події:

1. Немоżliвість або відкладення фактичної виплати відсотків або тіла кредиту.
2. Обмін заборгованості: емітент цінних паперів пропонує кредиторам новий чи реструктуризований борг або новий портфель цінних паперів, готівки або активів, що відповідає попередній вартості цінних паперів³.

Варто зазначити, що дефолти були поширеним явищем в історії. Дослідження фахівців МВФ Едуардо Боренштайна і Уго Паніцци вказують, що упродовж 1824–2004 років відбулося 257 суверенних дефолтів. У тому числі між 1941 і 1990 роками було зареєстровано 74 дефолти (рис. 3.5).

¹ Das U. Monetary and Capital Markets Department Sovereign Debt Restructurings 1950–2010: Concepts, Literature Survey, and Stylized Facts / U. Das, M. Papaioannou, C. Trebesch // IMF Working Paper. – 2012. – No. 12/203. – P. 1–128.

² Bolton P. Structuring and Restructuring Sovereign Debt: The Role of a Bankruptcy Regime / P. Bolton, O. Jeanne // IMF Working Paper Research Department. – 2010. – No. 11/007. – 27 p.

³ Sovereign Default and Recovery Rates, 1983–2009 [Electronic resource]. – Moody's investors service. – APRIL 2010. – 42 p. – Mode of access: www.moody.com/sites/products/DefaultResearch/20071000000482445.pdf.

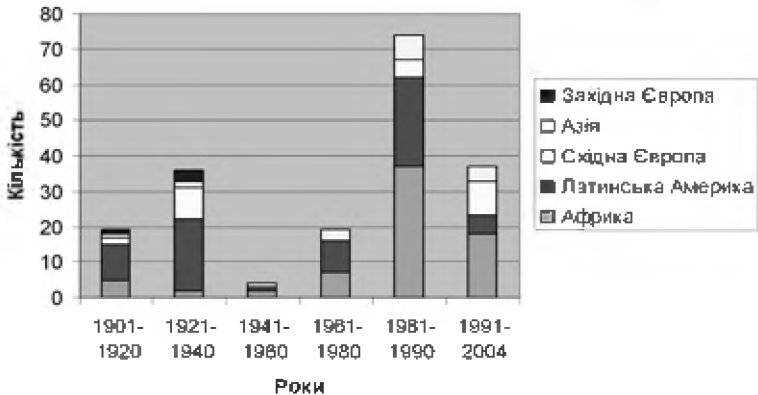


Рис. 3.5. Кількість дефолтів за регіонами світу

Джерело: Borensztain E. The Costs of Sovereign Default [Electronic resource] / E. Borensztain, U. Panizza // IMF Working Paper. – Research Department. – October 2008. – Mode of access: www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08238.pdf

Латинська Америка – регіон, де відбулася найбільша кількість дефолтів, – 124 за період 1824–2004 років. Африка посідає друге місце – 63 випадки дефолтів.

Згідно з дослідженнями науковців Гарвардського університету К. Рейнхарта і К. Рогофа, із 66 розглянутих держав тільки декілька країн у світі не зазнавали дефолту, зокрема це Канада, Австралія, Нова Зеландія, Норвегія, Швеція, Фінляндія, Данія, Бельгія, Гонконг, Малайзія, Сінгапур, Тайвань, Таїланд, Корея.

Магнітуда дефолтів у світі показує взаємозв'язок неплатоспроможності країни і розвитку фінансової кризи. К. Рейнхарт, К. Рогофф і Д. Севаст'яно визначили, що найчастіше дефолти в країнах, що розвиваються, трапляються за досягнення показника відношення боргу до ВВП 35 %. Своєю чергою, дослідження МВФ показують, що у разі перевищення відсоткових ставок за запозиченнями на 10 % країни, що розвиваються, можуть уникнути дефолту лише за наявності державного боргу в розмірі менше ніж 30 % до ВВП¹.

У науковій літературі дискусійним є питання фінансових втрат внаслідок дефолту. Традиційно виділяють два основні види втрат:

¹ Reinhart C. This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises [Electronic resource] / Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff // Working Paper 13882. – Mode of access: <http://www.nber.org/papers/w13882>.

втрата репутації, що може спричинити обмеження доступу до міжнародних ринків, і прямі санкції, як-от накладення арешту на активи або санкції в міжнародній торгівлі, що застосовують країни-кредитори. Втрати від репутації детально проаналізовано у праці І. Ітона і Д. Герсовіца, тоді як, наприклад, А. Булов і М. Рогольф в 1989 році наголошували на переважанні саме прямих втрат держави ¹.

Дослідники МВФ Е. Боренштайн і У. Паніцца виділяють чотири наслідки дефолту: втрата репутації, втрати від виключення з міжнародної торгівлі, втрати для національної економіки через фінансову систему, політичні втрати ².

За дослідженнями Г. Томса, основна причина, чому країни намагаються сплачувати свої борги, – це загроза втрати репутації ³.

Звертаємо увагу, що на практиці наслідки суверенних дефолтів не були такими жорсткими, як у випадку боргової кризи Аргентини у 2001 році. Впродовж останніх років країни, що зазнали дефолту, були спроможні вийти на міжнародні ринки капіталів одразу після закінчення процесу реструктуризації державної заборгованості.

Щодо впливу неплатоспроможності урядів країн на вартість запозичень у майбутньому, то науковці висловлюють різні думки: 1) дефолти не впливають на вартість облігацій на міжнародних ринках (С. Ліндерт, М. Мортон (1989), Р. Човдрі (1991), К. Адес (2000)); 2) є довготривалий, але незначний вплив на зростання вартості запозичень (Б. Айхегрін, Д. Портес (1995), Дель Аррічіа (2002)); 3) відбувається значне і різке зростання боргових spread, однак у короткостроковій перспективі (Д. Фланреау і Ф. Цумер (2004) – встановили зростання на 90 базових пунктів протягом першого року після дефолту; Е. Боренштайн і У. Паніцца (2009) визначили наявність росту spread облігації зовнішньої позики на 50 пунктів).

Згідно з дослідженнями рейтингового агентства Moody's, країни, які зазнали дефолту, на практиці невдовзі здійснюють запозичення за такою самою вартістю, як інші країни ⁴. Зокрема, вже за місяць після

¹ Cottarelli C. Default in Today's Advanced Economies: Unnecessary, Undesirable, and Unlikely / C. Cottarelli, L. Forni, Gottschalk, P. Mauro // International Monetary Fund. – 2010. – September 1. – 26 p.

² Bolton P. Structuring and Restructuring Sovereign Debt: The Role of a Bankruptcy Regime / P. Bolton, O. Jeanne // IMF Working Paper Research Department. – 2010. – No. 11/007. – 27 p.

³ Corrado L. Beyond the sovereign debt crises: alternative forms of market-based debt restructuring schemes / Luisa Corrado // Scottish Journal of Political Economy. – 2003. – Vol. 50. – No. 1. – 25 p.

⁴ Sedlak J. Sovereign debt restructuring: statutory reform or contractual solution / J. Sedlak // University of Pennsylvania Law Review. – 2004. – Vol. 152. – No. 4. – 53 p.

дефолту спостерігається поступове зниження вартості суверенних облігацій¹.

В. Гелоус в 2004 році встановив, що країни відновлюють свій доступ до міжнародних ринків капіталів через чотири роки. Е. Боренштайн і У. Паніцца, аналізуючи дані за 1972–2000 роки, спостерігали збільшення вартості суверенних облігацій протягом першого року після дефолту в середньому до 4 %. В наступному році спостерігалось зниження на 2,5 %. Окрім того, вони встановили, що дефолти не мають визначного впливу на вартість суверенних облігацій вже після другого року визнання країни неплатоспроможною.

Після аналізу, проведеного економістами банку Англії в 2006 році, було встановлено, що країни, які зазнали дефолту протягом 1970–2000 років, мали вищі спреди облігацій зовнішньої позики і нижчі кредитні рейтинги впродовж 2003–2005 років, ніж країни з таким самим рівнем державної заборгованості щодо ВВП, але які, однак, не зазнавали дефолту.

Таким чином, якщо узагальнити дослідження науковців щодо впливу дефолтів на вартість суверенних облігацій, можна зробити висновок, що сучасні економісти наголошують на існуванні взаємозалежності між дефолтами і падінням вартості суверенних облігацій, однак це явище є характерним лише в короткостроковій перспективі.

Р. Кантор і Ф. Паркер були першими, хто виявив існування прямого зв'язку між дефолтами і зниженням кредитних рейтингів. Так, у 1996 році на прикладі 50 країн дослідники встановили, що у 90 % випадків дефолти призводять до зниження суверенних кредитних рейтингів. Пізніше ці результати підтвердили Е. Боренштайн і У. Паніцца. Окрім того, вони виявили, що дефолти призводять до падіння кредитних рейтингів на 1,7 пункта (за дослідженнями Р. Кантора і Ф. Пеккера – 2,5 %).

Спроби вимірювання макроекономічних втрат внаслідок дефолту мають схожі висновки. Е. Боренштайн і У. Паніцца дослідили, що у країні під час проведення реструктуризації державної заборгованості сповільнюються темпи економічного зростання на 1,2 % порівняно з подібною за розвитком країною, що не стикнулася з борговою кризою. Цей ефект також спостерігається і упродовж першого року після дефолту. Проте варто взяти до уваги і той факт, що дефолти переважно мають місце у період економічного спаду, тому темпи

¹ Sovereign Default and Recovery Rates, 1983–2009 [Electronic resource]. – Moody's investors service. – APRIL 2010. – 42 p. – Mode of access: www.moody.com/sites/products/DefaultResearch/20071000000482445.pdf.

зростання ВВП у будь-якому випадку певною мірою уповільнюються¹.

Е. Боренштайн і У. Паніцца встановили, що дефолти короткотерміново впливають на економічне зростання. Зокрема, упродовж першого року після дефолту спостерігається спад темпів економічного зростання на 2,6 %. Однак у подальшому впливу дефолтів на економічне зростання не виявлено.

Звернемо увагу й на інші наслідки суверенних дефолтів. Дослідження МВФ показують, що дефолти призводять до зменшення обсягів іноземного кредитування приватного сектора економіки на 40 %.

Окрім того, навіть у країнах, які не зазнали боргової кризи, спостерігається одночасний спад надходження міжнародних кредитів із країнами-боржниками. Так, після дефолтів 1980-х років відбувалося зниження обсягів наданих міжнародних позик країнам, що розвиваються.

Пізніше економісти аналізували і вплив неплатоспроможності урядів країн на міжнародну торгівлю. Р. Роуз у 2005 році виявив, що дефолти впливають на зниження обсягів міжнародної торгівлі, зокрема, переговори щодо реструктуризації державної заборгованості, згідно з умовами Паризького клубу, знижують обсяги торгівлі протягом 15 наступних років у розмірі 8 % щороку. Е. Боренштайн і У. Паніцца в 2006 році також виявили наявність значного впливу дефолтів на міжнародну торгівлю, зокрема на експортоорієнтовані галузі, однак, згідно з їхніми дослідженнями, цей ефект є короткотерміновим і найбільше проявляється протягом другого року після дефолту.

Важливим є той факт, що країни, борг яких не було реструктуровано, зазнають більших і довготриваліших втрат. Дослідження Банку Англії показують, що втрати для країн, що не досягли домовленості з кредиторами, є в 3 рази вищими, ніж у тих, що змогли реструктуризувати наявну заборгованість. Особливості проведення реструктуризації також є важливими. Спреди облігацій зовнішньої позики були вищими у таких країнах, як Еквадор, кредитори якої були змушені прийняти значні втрати суми основного боргу. На противагу, в таких країнах, як Пакистан і Україна, наслідки реструктуризації були менш жорсткими і відповідно це меншою мірою вплинуло на вартість облігацій зовнішньої позики. Як бачимо, практика інших країн показує, що реструктуризація державної заборгованості є загалом

¹ Borensztain E. The Costs of Sovereign Default [Electronic resource] / E. Borensztain, U. Panizza // IMF Working Paper. – Research Department. – October 2008. – Mode of access: www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08238.pdf.

менш витратним для економіки процесом, ніж подолання наслідків дефолту за суверенними облігаціями¹.

Якщо характеризувати сучасну економічну ситуацію, то варто зазначити, що реальні відсоткові ставки за залученими запозиченнями загалом у світі нині є нижчими, ніж у країнах, що зазнали дефолту протягом останніх десяти років. Середні відсоткові ставки вартості запозичень упродовж наступних двох років за прогнозами сягнуть не більше ніж 2,5 %, у випадку Греції – 4 % (проти 5,4 % у країнах, що зазнали дефолту). Водночас, згідно з дослідженнями МВФ, більшість дефолтів трапляються всупереч стабільності боргової ситуації і пов'язані з проблемами рефінансування та зовнішніми шоками².

Однак ми хотіли би звернути увагу, що дослідження науковців були зосереджені на дефолтах країн, що розвиваються, оскільки останні боргові кризи спостерігалися саме там. Економісти наголошують, що Греція є порівняно багатшою, ніж країни, що зазнали кризи неплатоспроможності у минулому, крім того, економічна криза суттєво вплинула на стабільність фінансових ринків, обсяги доступних ресурсів є обмеженими і велика кількість країн зазнала суттєвого зростання державної заборгованості у 2008–2010 роках. Усі ці чинники можуть спричинити більш суттєві економічні наслідки дефолту Греції, ніж у попередніх періодах. Членство Греції у монетарному союзі також може спричинити більші втрати кредиторів і вище за середнє зростання вартості здійснення запозичень. Окрім того, дослідження Е. Боренштайна і У. Паніцци показують, що у половині з досліджуваних випадків у рік дефолту або у наступному році спостерігається зміна політичної влади країни³.

Свого часу Є. Нерсісян і А. Врей зазначали, що окрім розміру державної заборгованості значно впливають на подальше економічне зростання глибина фінансової кризи і наявність незалежної суверенної валюти⁴. Зокрема, автори вказують, що за значних обсягів державної заборгованості Японія здатна розраховуватися за своїми борговими зобов'язаннями, оскільки має власну стабільну валюту.

¹ Boockmann B. The Contribution of the IMF and the World Bank to Economic Freedom / B. Boockmann, A. Dreher // *European Journal of Political Economy*. – 2003. – Vol. 19, issue 3. – P. 633–649.

² Cottarelli C. Default in Today's Advanced Economies: Unnecessary, Undesirable, and Unlikely / C. Cottarelli, L. Forni, Gottschalk, P. Mauro // *International Monetary Fund*. – 2010. – September 1. – 26 p.

³ Boockmann B. The Contribution of the IMF and the World Bank to Economic Freedom / B. Boockmann, A. Dreher // *European Journal of Political Economy*. – 2003. – Vol. 19, issue 3. – P. 633–649.

⁴ Boosting representation of emerging markets and low-income countries [Electronic resource]. – Mode of access: www.imf.com.

У випадку Греції залежність від політики ЄЦБ збільшує ймовірність дефолту країни.

Деякі дослідники підкреслюють, що фокусування лише на аналізі зовнішньої заборгованості унеможлиблює розуміння цілісної картини. Важливо, що державний внутрішній і зовнішній борг по-різному реагують на макроекономічні і політичні зміни.

Державний борг є звичайним явищем існування економічної системи. У разі неефективного управління державною заборгованістю уряди країн змушені відмовлятися від сплати своїх зобов'язань, що, як показують дослідження науковців, може негативно впливати на економіки країн, зокрема їхню кредитну репутацію. Проте більшість сучасних економістів стверджують, що вплив дефолтів на економічні процеси в державі має короткостроковий характер. Водночас, варто звернути увагу, що глибина та наслідки дефолту суттєво залежать від економічної кон'юнктури на світових ринках, місця країни у світовому господарстві та внутрішньої політики держави. На нашу думку, часткова реструктуризація державної заборгованості може бути альтернативним варіантом виходу з кризи державної заборгованості для низки країн світу.

Водночас для уникнення боргових криз необхідним є ефективне управління процесом залучення зовнішніх державних запозичень. Обмеження розмірів зовнішніх запозичень, планування їхньої структури, узгодження графіків погашення та забезпечення цільового використання інструменту державних запозичень для стимулювання економічних процесів і підвищення конкурентоспроможності національної економіки.

3.2. Підвищення результативності використання зовнішніх державних запозичень в Україні

Зовнішні державні запозичення є суперечливим фінансовим інструментом у світовій економічній практиці. Фінансова криза 2008–2009 років, яка пізніше перейшла у кризу боргову, спричинила поширення негативної оцінки використання державної заборгованості урядами країн. Формування значних розмірів зовнішнього державного боргу, як свідчить практика, лише погіршує стан економіки країни і може призвести до втрати економічної та політичної незалежності держави. Поеднання боргових криз кількох країн може мати руйнівні наслідки й для світового господарства загалом. Проте

зовнішні державні запозичення є значним фінансовим ресурсом для країни. У разі ефективного їх використання та встановлення певних граничних розмірів залучення залежно від економіки кожної окремо взятої країни, рівня її розвитку та можливостей повертати залучені кошти зовнішні запозичення можуть позитивно впливати на підвищення конкурентоспроможності економіки країни.

Варто зазначити, що упродовж останніх 20 років не було стратегічного бачення і конкретних урядових програм для збільшення використання потенціалу української економіки.

Українська економіка має значні резерви реального сектора, але без належного рівня приватних та державних інвестицій у розвиток транспорту, енергетики і муніципальної сфери ці резерви не можуть бути використані. Згідно з дослідженнями Світового банку, впровадження проєктів в Україні супроводжується низьким рівнем зв'язку між державними цілями і бюджетними витратами, недостатнім контролем за видатками і низьким рівнем короткострокового аналізу.

Окрім того, в умовах фінансової нестабільності уряд країни не має достатнього обсягу коштів для модернізації інфраструктури, а для приватних інвесторів ці галузі не є привабливими.

Українська економіка потребує додаткових фінансових ресурсів для розвитку різних галузей промисловості, модернізації національної інфраструктури. Зовнішні державні запозичення можуть виступити одним із інструментів залучення коштів у розвиток економіки.

Варто зазначити, що в сучасному глобальному світовому господарстві роль міжнародних фінансових інституцій постійно зростає. Міжнародні фінансові інституції забезпечують рух капіталу в світовій економіці і таким чином впливають на розвиток різних країн.

Зрозуміло, що про позитивний ефект залучення кредитів міжнародних організацій можна говорити лише у випадку їх ефективного використання. Тому для підвищення конкурентоспроможності економіки України необхідно не лише залучати кредити у необхідні для економічного розвитку галузі, а й здійснювати належний контроль за ефективністю використання цих позик.

В умовах обмеженості власних ресурсів важливим елементом підвищення конкурентоспроможності національної економіки може стати проєктне фінансування. Учасниками таких проєктів є міжнародні фінансові інституції, зокрема Міжнародна фінансова корпорація (МФК) і ЄБРР, які забезпечують доступ до ресурсів світового ринку позикових капіталів за рахунок надання кредитів або надання гарантій в окремих проєктах.

Перевага використання проєктного фінансування полягає у поверненні позикових коштів лише із отриманих грошових потоків.

Зауважимо, що всі учасники фінансування проекту зацікавлені в його успішній реалізації. Важливим позитивним елементом є розподіл ризиків. При проектному фінансуванні гарантією для інвестора є економічний ефект від впровадження проекту, а не фінансовий стан позичальника, що дає змогу виступати ініціаторами проектів навіть підприємствам, що вже обтяжені боргами.

Окрім того, існує можливість використання великих обсягів кредитних ресурсів, оскільки можуть бути різноманітні джерела їх залучення через створення спільних підприємств, випуск цінних паперів, створення синдикатів. Поширеною практикою є створення банківських консорціумів. Важливу роль у цих проектах відіграє держава, яка бере активну участь у фінансуванні проектів, їх страхуванні.

Проектне фінансування – прогресивний механізм інвестиційної діяльності, що дає можливість поєднати ресурси держави, міжнародних інституцій, підприємств і фінансово-кредитних установ, використовує інноваційні фінансові інструменти з метою реалізації інвестиційних проектів у підприємницькій сфері та суспільному секторі, які сприяють підвищенню конкурентоспроможності економіки країни. Проектне фінансування використовують при будівництві великих промислових об'єктів (мостів, тунелів, трубопроводів, атомних станцій).

Прикладами використання механізму проектного фінансування у світі є: будівництво «Євротунелю» між Великою Британією і континентальною Європою, створення проекту «Зеравшан» із видобутку золота в Узбекистані.

Для реалізації масштабних проектів необхідним є залучення значних фінансових ресурсів. Використання проектного фінансування дає можливість реалізовувати стратегічні інвестиційні проекти, розширює можливості фінансування та використання зарубіжного досвіду.

Проектне фінансування могло би стати ефективним методом розвитку добувної та переробної промисловості України, залучення інвестицій в аерокосмічну галузь, машинобудування, сільське господарство, транспорт, енергетику. Перспективним напрямом може бути фінансування розвитку гірничодобувної промисловості (видобуток чорних і кольорових металів, кам'яного та бурого вугілля, матеріалів нерудної промисловості), а також нафто- та газовидобування на шельфі Чорного та Азовського морів. Важливим напрямом є модернізація автомобільних і залізничних шляхів. Для відповідності щільності автошляхів на одиницю площі із країнами Західної Європи в Україні потрібно прокласти ще 600 тис. км нових доріг.

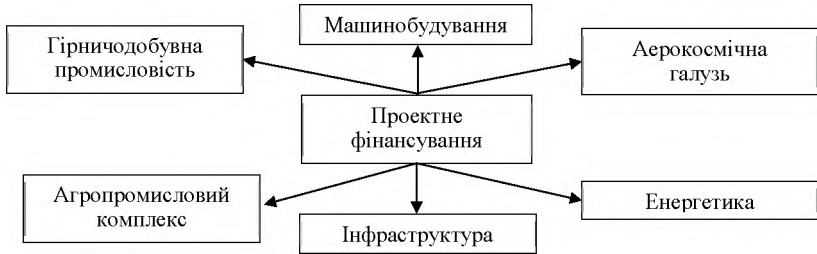


Рис. 3.6. Напрями використання механізму проектного фінансування

Джерело: розроблено авторкою

Для активізації проектного фінансування в Україні важливо залучати державу, міжнародні фінансові інституції та зарубіжних інвесторів, що дасть змогу використовувати значні фінансові ресурси та досвід спеціалізованих фахівців.

Важливим елементом стимулювання розвитку виробничого та соціального секторів економіки України є використання механізму публічно-приватного партнерства, яке може здійснюватись за рахунок державного, приватного або проектного фінансування.

За державного фінансування залучають кошти у формі позик міжнародних організацій, банківських кредитів та випуску державних облігацій (тобто використовують механізм зовнішніх державних запозичень). Останнім часом найбільшого поширення набуває використання механізму проектного фінансування.

Фінансова криза та воєнні конфлікти суттєво обмежили асигнування уряду України на громадські роботи та ключові інфраструктурні проекти. Крім того, спостерігається постійне і неконтрольоване зростання операційних субсидій, які надають неефективним комунальним підприємствам. Згідно зі схемою приватного партнерства, реалізацію проекту можуть здійснювати приватні власники, які експлуатують його певний період і передають у власність держави. Таким чином побудували електростанцію в Китаї, підприємство з очищення води у Швеції.

Публічно-приватне партнерство реалізується у двох формах: концесія (витрати перекладають на користувача послуг, приклад – платні автомагістралі), на основі резервування (витрати фінансує уряд).

Публічно-приватне партнерство забезпечує доступ до нових технологій і використання ефективних методів управління, дає змогу створити нові робочі місця.

Аналіз закордонного досвіду свідчить про ефективність застосування механізму публічно-приватного партнерства для сфери охорони здоров'я та освіти.

В Україні в рамках публічно-приватного партнерства побудовано автомагістралі, індустріальний парк.

Фінансова криза спричинила скорочення доступних позикових ресурсів і ускладнила фінансування великих інвестиційних проектів. Через це участь держави шляхом надання фінансових ресурсів або гарантій підвищує довіру інвесторів (це важливо насамперед для великих капіталомістких проектів). Важливе значення мають і міжнародні інституції, оскільки вони нагромадили великий досвід для здійснення аналізу ефективності інвестиційних проектів, їх фінансування та надання гарантій. Міжнародні банки розвитку надають кредити, технічні консультації, беруть участь у статутному капіталі підприємств. Вони посідають особливе місце в світовій фінансовій системі, що забезпечує формування високих рейтингів проектів.

На рис. 3.7 зображено напрями використання запозичень, які ми пропонуємо для підвищення конкурентоспроможності національної економіки.

У рамках реформування фінансового сектора та ринків капіталу кредити міжнародних фінансових інституцій варто спрямувати на:

1. Зміцнення капітальної бази банків через інвестиції в акціонерний капітал та субординований борг із метою підтримки стабілізації банківського сектора.
2. Післякризове відновлення сектора фінансового посередництва шляхом відкриття цільових довгострокових кредитних ліній для фінансування проектів підвищення енергоефективності.
3. Підтримку доступу фінансових установ до міжнародних ринків боргу та капіталу.
5. Підтримку запровадження нових лізингових, страхових і пенсійних продуктів.

Окрім того, одним із пріоритетних напрямів кредитування має стати також покращення бізнес-клімату як основи для розвитку економічного потенціалу і підвищення міжнародної конкурентоспроможності України.

Інвестиції необхідно зосередити на сприянні диверсифікації економіки та реструктуризації старих енергоінтенсивних галузей промисловості, розвитку програм мікрокредитування.

Незважаючи на прогрес у зниженні тягара державного регулювання бізнесу, бар'єри для відкриття, діяльності і закриття підприємств залишаються високими.

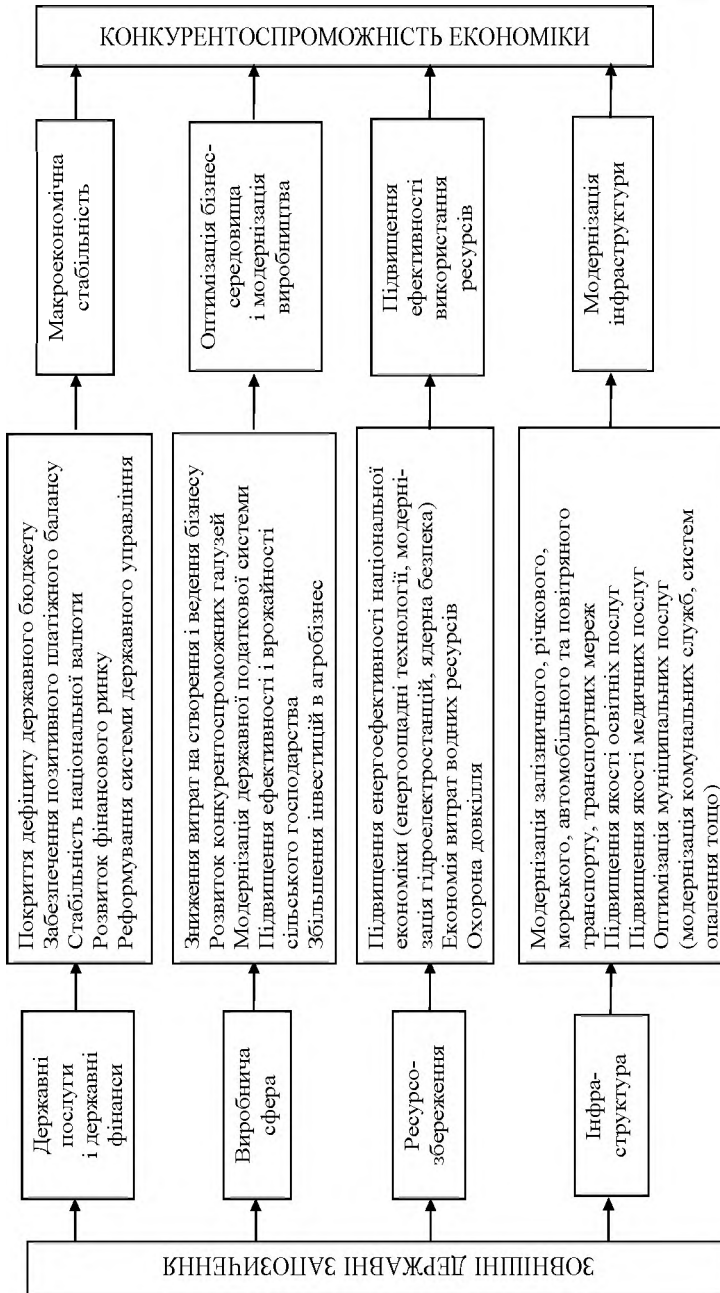


Рис. 3.7. Напрями використання зовнішніх державних запозичень із метою підвищення конкурентоспроможності економіки України

Джерело: розроблено авторкою

Оскільки Світовий банк надає консультаційні послуги та здійснює аналітичний аналіз, важливим напрямом може бути оцінювання та аудит податкової системи та надання пропозицій щодо вдосконалення національного податкового законодавства.

Важливим напрямом підвищення конкурентоспроможності української економіки є також розвиток сільського господарства. Україна, яка має одні з найкращих у світі природні та кліматичні умови для сільськогосподарського виробництва, внаслідок технологічної відсталості та нераціональної організації аграрного сектора сьогодні не в змозі забезпечити своє населення доступною за ціною і достатньою за стандартними нормами харчовою продукцією. Тому для розвитку сільського господарства важливим є підвищення ефективності та врожайності, покращення доступу виробників до фінансування, забезпечення розвитку складської, транспортної та торговельної інфраструктури, модернізація харчового виробництва та переробка сільськогосподарської продукції, а також підтримка розвитку місцевих компаній із високим потенціалом.

Спеціалісти Світового банку вже створили єдиний електронний Земельний кадастр і комп'ютеризовану інформаційну кадастрову систему, які впроваджувалися у використання в 2012 році в районах та областях. Банк також підтримує громадську компанію інформування малих землевласників про їхні права та обов'язки.

Варто зазначити, що необхідним є також поліпшення інвестиційного клімату для розвитку агробізнесу. Особливий акцент варто зробити на оптимізації регулювання за такими напрямками: 1) післяурожайне оброблення землі й інвестиції для складських приміщень; 2) зберігання їжі; 3) організація ринків вироблених продуктів; 4) підвищення ресурсоефективності в агробізнесі.

Важливим є розвиток страхування сільського господарства і доступ до джерел фінансування, розвиток належної фінансової інфраструктури з метою збільшення обсягу інвестицій у сільське господарство.

За міжнародними розрахунками, для розвитку транспортної системи України необхідно витратити близько 1,5 % ВВП, за даними Світового банку обсяг необхідних коштів на наступних 10 років становить 5 млрд дол. США.

У транспортній галузі спостерігається певний прогрес у реформуванні сектора автомобільних доріг, але в секторі залізничних перевезень і портів процес реформ суттєво затримується. Враховуючи те, що спроможність держави вкладати значні інвестиційні ресурси у цю галузь після кризи буде значно обмежено, важливо залучити приватний сектор до реконструкції та утримання доріг та морських портів

через проекти державно-приватного партнерства (ДПП) на конкурентній основі, використання контрактів із прив'язкою до фактичних результатів, а також використання найкращого досвіду на регіональному рівні, який продовжує потерпати від недостатньої уваги.

В авіаційному секторі необхідними є підтримка модернізації систем повітряної навігації та розвитку конкуренції на ринку авіаційних послуг, використання значного потенціалу надбань у сфері наукових розробок і виробництва літаків та гелікоптерів.

Загалом необхідними є залучення кредитів для модернізації основних транспортних мереж і покращення безпеки доріг, суттєвої модернізації потребує також залізничний, річковий і морський транспорт.

Важливим питанням у сучасному світовому господарстві є зниження енерговитратності виробництва. Згідно з дослідженнями групи Світового банку, Україна є однією з найбільш енерговитратних країн Європи (рис. 3.8). Тому важливим напрямом реформування національної економіки є також поліпшення енерговикористання в державному і приватному секторах.

Галузі промисловості залишаються високоенергоємними, що позначається на їхній конкурентоспроможності.

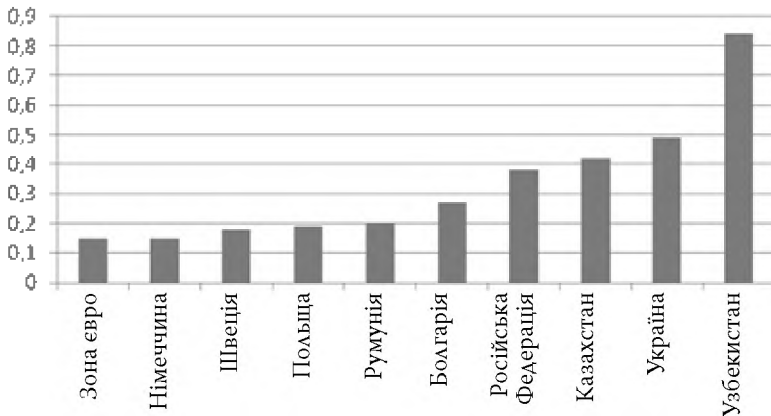


Рис. 3.8. Енерговитратність у країнах Європи

Джерело: Multilateral investment guarantee agency country partnership strategy for Ukraine for period FY12–FY16: International bank for reconstruction and development. International finance corporation [Draft, October 28, 2011]. – 36 p.

У галузі електроенергетики необхідними напрямками реформування є такі:

1. Модернізація мереж.
2. Розвиток потужностей відновлюваної енергетики.
3. Модернізація устаткування і укріплення гідроелектростанцій.
4. Підвищення ефективності використання електроенергії у промисловості і муніципалітетах.

Зокрема, необхідним є реформування комунальних служб, зниження їх витратності, модернізація систем опалення.

Варто зазначити, що одним із пріоритетних напрямів надання кредитів групою Світового банку і ЄБРР є саме фінансування модернізації енергетичного сектора. В умовах недостатності бюджетних коштів зовнішні державні запозичення можуть бути важливим джерелом фінансування цих програм.

Важливим напрямом кредитування міжнародними фінансовими інституціями є підтримка розвитку системи освіти. Бюджетні витрати на систему охорони здоров'я та освіти є суттєвими, однак якість наданих послуг не є достатньою. Обсяги кредитування цих сфер Світовим банком у минулому були незначними, переважно через брак єдиної стратегії їх реформування. Тому необхідно сформувати відповідну стратегію, провести аналіз витрат уряду на ці сектори з метою їх оптимізації та визначення напрямів кредитування.

Оскільки Світовий банк не тільки надає кредити, а й проводить експертну оцінку розвитку окремих галузей, надає консультативні послуги, важливим може стати проведення оцінки потреб ринку праці для кращого взаємозв'язку системи освіти і ринку робочої сили.

Розмір інвестицій, які вкладають у вітчизняну науку, дуже незначний (менше ніж 1% ВВП), що об'єктивно позбавляє її можливості реалізувати свою функцію ефективного наукового забезпечення інноваційного розвитку економіки.

Низка вітчизняних розробок вже сьогодні могла б бути конкурентоспроможною на світових ринках інновацій. Серед них:

- технологія і комплекс апаратури для зварювання живих тканин при хірургічних операціях;
- поліорганосилоксинові адсорбенти;
- вітчизняні антибіотики – циклоспорини;
- одержання на основі вітчизняних технологій титанових сплавів;
- вітчизняні надтверді матеріали та інструмент на їх основі та інші.

Інноваційні процеси в економіці не набули вагомих масштабів, кількість підприємств, що впроваджують інновації, зменшується з кожним роком і становить 12–14 %, що менше у 3–4 рази, ніж в ін-

новаційно розвинутих економіках¹. Тому необхідним є вкладання коштів у розвиток науки та наукових досліджень, удосконалення патентного законодавства.

Важливою складовою національної економіки, яка в майбутньому може набрати ще суттєвішого значення, є забезпечення економії природних ресурсів, зокрема водних. Необхідними є підвищення ефективності використання водних ресурсів і якості води, очищення використаної води.

Одна з найбільших екологічних проблем в Україні – це проблема утилізації побутових відходів, викидання побутового сміття в неналежних місцях та пов'язане з цим недостатнє сортування сміття та використання площ сміттєзвалищ. За даними Міністерства охорони навколишнього природного середовища України, в Україні здійснюється повторна переробка тільки 6 % сміття, порівняно з 30–40 % у Західній Європі. Існує значний потенціал майбутнього залучення зовнішніх запозичень для розвитку цієї галузі.

Іншими пріоритетними напрямками залучення кредитів можуть стати також підтримка галузей, орієнтованих на місцевих споживачів, виробництво побутових товарів, пакування, будівельних матеріалів, роздрібної торгівлі, будівництва.

Отже, для підвищення конкурентоспроможності національної економіки потрібна модернізація окремих галузей економіки і її інфраструктури. Зовнішні державні запозичення є кредитним ресурсом і залучаються на умовах строковості, платності і повернення, проте у випадку належного їх використання вони можуть виступати як інвестиційний кредит, який у перспективі позитивно впливає на розвиток економіки, підвищення її конкурентоспроможності.

¹ Стратегія інноваційного розвитку України на 2010–2020 роки в умовах глобалізаційних викликів [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://kno.rada.gov.ua/komosviti/control/uk/doccatalog/list?Dir=48718>.

ВИСНОВКИ

У монографії проаналізовано розвиток теоретико-методичних підходів до визначення сутності зовнішніх державних запозичень та їх значення у забезпеченні конкурентоспроможності економіки країни, наведено наукове обґрунтування необхідності дотримання граничного обсягу зовнішньої державної заборгованості залежно від рівня економічного розвитку країни та розроблено практичні рекомендації щодо використання зовнішніх державних запозичень із метою підвищення конкурентоспроможності економіки України.

Дослідження дало можливість зробити такі висновки і пропозиції:

1. Під зовнішніми державними запозиченнями слід розуміти процес залучення фінансових ресурсів від зарубіжних фізичних та юридичних осіб, урядів країн та міжнародних організацій, який призводить до виникнення зовнішнього державного боргу.

Зовнішні державні запозичення є важливим елементом існування будь-якої економічної системи, необхідним є забезпечення їх ефективного використання і позитивного впливу на конкурентоспроможність економіки країни.

2. Зовнішні державні запозичення можуть як позитивно, так і негативно впливати на конкурентоспроможність економіки країни. Позитивний вплив здійснюється через реалізацію інвестиційних проектів, формування інвестиційного клімату, підтримання платіжного балансу, забезпечення стабільності грошової одиниці, розвиток ринку корпоративних облігацій, забезпечення соціальної стабільності, підвищення міжнародного рейтингу країни, своєю чергою, негативний вплив проявляється в посиленні залежності економіки від зовнішніх чинників, зростанні рівня кредитного та валютного ризиків та податкового тягяря, зниженні темпів зростання доходів населення.

З метою уникнення негативного впливу залучення державних запозичень на економіку країни необхідно проводити системне оцінювання рівня державної заборгованості та платоспроможності країни з урахуванням сучасної макроекономічної ситуації та граничних обсягів зовнішньої державної заборгованості.

3. Фінансова нестабільність, що спостерігалася останнім часом у світовій економіці, спричинила зростання державної заборгованості в різних країнах світу. Як показала практика, надмірні обсяги зовнішніх державних запозичень становлять загрозу економічній і політичній стабільності, незалежності та міжнародній конкурентоспроможності низки країн ЄС.

4. Сучасний стан зовнішньої державної заборгованості України характеризується значними темпами її нарощування, зростанням валютного і кредитного ризиків, що негативно впливає на конкурентоспроможність економіки нашої держави. Значна частка залучених державних запозичень спрямовується на обслуговування вже наявних боргових зобов'язань. Державні запозичення структурних підрозділів Світового банку та ЄБРР, які передбачають цільове використання запозичених коштів на розвиток окремих галузей економіки та інфраструктури і відповідно покликані сприяти підвищенню конкурентоспроможності економіки України, мають низьку ефективність використання, що зумовлює необхідність вдосконалення системи управління зовнішньою державною заборгованістю.

5. Основними напрямками покращення управління зовнішніми державними запозиченнями в Україні є: удосконалення нормативно-правової бази, визначення реальних потреб у державних запозиченнях; розроблення стратегії залучення зовнішніх державних запозичень; спрямування залучених ресурсів на фінансування конкурентоспроможних галузей економіки; узгодження політики державних запозичень із бюджетною, грошово-кредитною, фіскальною; перегляд практики гарантування урядом кредитів суб'єктів господарювання; чіткий розподіл повноважень між інституціями, що здійснюють управління зовнішніми державними запозиченнями; підвищення об'єднаності підготовки і забезпечення ефективності

реалізації проектів за рахунок зовнішніх державних запозичень.

6. Зовнішні державні запозичення є важливим додатковим ресурсом соціально-економічного розвитку країни, підвищення її конкурентоспроможності за умови дотримання гранично допустимого рівня із урахуванням поточної макроекономічної ситуації, визначення пріоритетних напрямів їх спрямування і забезпечення контролю за цільовим та ефективним використанням.

7. Пріоритетними напрямами використання зовнішніх державних запозичень для підвищення конкурентоспроможності економіки України мають бути: їх спрямування до сфери державних фінансів та надання державних послуг, виробничої сфери, на ресурсозбереження та розвиток інфраструктури.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Барановський О. І. Фінансова безпека в Україні (методологія оцінки та механізми забезпечення) : монографія / О. І. Барановський. – Київ : Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2004. – 759 с.
2. Бардиш Г. О. Проектне фінансування : підручник / Г. О. Бардиш. – Львів : ЛБІ НБУ, 2006. – 463 с.
3. Бланкарт Ш. Державні фінанси в умовах демократії. Вступ до фінансової науки : пер. з нім. / Ш. Бланкарт. – Київ : Либідь, 2000. – 654 с.
4. Богдан Т. Сучасні підходи до управління ризиками державного боргу / Т. Богдан // Вісник Національного банку України. – 2011. – № 11. – С. 10–19.
5. Большой экономический словарь / под ред. А. Н. Азрилияна. – 7-е изд., доп. – Москва : Институт новой экономики, 2008. – 1472 с.
6. Боргова стійкість як стратегічний напрям підвищення рівня фінансової безпеки – Київ : НІСД, 2016. – 50 с.
7. Бюджетна політика у контексті стратегії соціально-економічного розвитку України : монографія : у 6 т. / Н.-д. фін. ін-т при М-ві фінансів України ; редкол. : М. Я. Азаров (голова) та ін. – Київ : [б. в.], 2004. – 345 с.
8. Бюджетний кодекс України // Відомості Верховної Ради України (ВВР). – 2010. – № 50–51. – Ст. 572.
9. Вахненко Т. П. Державний борг України та його економічні наслідки : монографія / Т. П. Вахненко. – Київ : Альтпрес, 2000. – 152 с.
10. Вахненко Т. П. Зовнішні боргові зобов'язання у системі світових фінансово-економічних відносин / Т. П. Вахненко. – Київ : Фенікс, 2006. – 536 с.
11. Вахненко Т. П. Моделювання макроекономічних факторів зовнішніх запозичень та їх впливу на розвиток економіки України / Т. П. Вахненко // Економіка України. – 2007. – № 7. – С. 15–24.

12. Вахненко Т. П. Перспективні напрямки державних запозичень в Україні / Т. П. Вахненко // Економіка і праця. – 2005. – № 1. – С. 65–75.
13. Віталінський В. В. Ризикологія в зовнішньоекономічній діяльності : навч. посібник / В. В. Віталінський, А. А. Маханець. – Київ : КНЕУ, 2008. – 424 с.
14. Власюк О. С. Економічна безпека України в умовах ринкових трансформацій та антикризового регулювання / О. С. Власюк. – Київ : ДНУ «Академія фінансового управління», 2011. – 474 с.
15. Геєць В. М. Нестабільність та економічне зростання : монографія / В. М. Геєць. – Київ : Ін-т екон. прогнозування НАН України, 2000. – 342 с.
16. Герчикова И. Н. Международные экономические организации: регулирование мирохозяйственных связей и предпринимательской деятельности : учеб. пособие / И. Н. Герчикова. – Москва : Изд-во АО «Консалтбанкир», 2000. – 624 с.
17. Державний борг та гарантований державою борг. Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.minfin.gov.ua/news/borg/derzhavnyi-borh-ta-harantovanyi-derzhavoiu-borh>.
18. Державні фінанси : у 5 т. : інтегр. навч.-атестац. комплекс (навч. підруч. для студентів усіх рівнів навчання, викладачів, аспірантів, фахівців-практиків, автоматиз. навч.-атестац. система на компакт-диску та Інтернет-порта) / Н. М. Ушакова, Г. В. Кучер, В. Т. Александров, С. М. Недбаєва ; за заг. ред. А. А. Мазаракі. – Київ : АВТ, 2004. – 357 с.
19. Дорнбуш Р. Макроекономіка / Р. Дорнбуш, С. Фішер ; пер. з англ. В. Мусієнко, В. Овсієнко. – Київ : Основи, 1996. – 814 с.
20. Економічна енциклопедія : у трьох томах. – Т. 1 / редкол. : С. В. Мочерного та ін. – Київ : Видавничий центр «Академія», 2000. – 864 с.
21. Загородній А. Г. Фінансово-економічний словник / А. Г. Загородній, Г. А. Вознюк. – Київ : Знання, 2007. – 1072 с.
22. Закон Республики Беларусь «О внешнем государственном долге Республики Беларусь», 1998. – № 170-3. Режим доступу: www.busel.org/texts/catlet/id5ewyeul.htm.
23. Звіт про виконання у 2017 році Середньострокової стратегії управління державним боргом на 2017–2019 роки, затвердженої постановою Кабінету Міністрів України від 1 грудня 2017 р. № 905 Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.minfin.gov.ua/news/view/zvit-pro-vykonannia-u-rotsi-serednostrokovoi-strategii-upravlinnia-derzhavnym-borhom-na-roky-zatverdzhenoii-postanovoiu-kabinetu-ministriv-ukrainy-vid-hrudnia-r--?category=borg>.

24. Звіт про результати аудиту стану державного та гарантованого державою боргу за 2009 рік та аналізу тенденцій у 2010 році. – Київ : Рахункова палата України, 2010. – 37 с.
25. Інноваційна стратегія українських реформ / А. С. Гальчинський, В. М. Геєць, А. К. Кінах, В. П. Семиноженко. – Київ : Знання України, 2004. – 338 с.
26. Інформація про надані державні гарантії з 2004 р. станом на 01.07.2018 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.minfin.gov.ua/news/view/informatsiia-pro-nadani-derzhavni-harantii-z--r-standom-na-?category=borg>.
27. Інформація про стан простроченої заборгованості позичальників перед державою станом на 01.01.2018 р. Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.minfin.gov.ua/news/view/informatsiia-pro-stand-prostrochenoi-zaborhovanosti-pozychalnikov-pered-derzhavoiu-standom-na-r?category=borg>.
28. Козюк В. В. Боргова політика в системі глобальних макрофінансових процесів / Віктор Козюк // Світ фінансів. – 2008. – № 1. – С. 29–41.
29. Козюк В. В. Державний борг в умовах ринкової трансформації економіки України : монографія / В. В. Козюк. – Тернопіль : Карт-бланш, 2002. – 238 с.
30. Козюк В. В. Оптимальний рівень боргового навантаження: глобальні макрофінансові зрушення та швидкоплинні очікування / В. В. Козюк // Фінанси України. – 2012. – № 1. – С. 78–93.
31. Козюк В. Євరోинек як джерело позик для країн з перехідною економікою / В. Козюк // Економіка України. – 1999. – № 9. – С. 22–30.
32. Колосова В. П. Розвиток відносин України з Міжнародними фінансовими організаціями / В. П. Колосова. – Київ : Науково-дослідний фінансовий інститут при Міністерстві фінансів України, 2008. – 227 с.
33. Лютий І. О. Державний кредит та боргова політика України : монографія / І. О. Лютий, Н. В. Зражевська, О. Д. Рожко ; за ред. І. О. Лютого. – Київ : Центр учб. літ., 2008. – 351 с.
34. Макконел К. Р. Экономика: принципы, проблемы и политика / К. Р. Макконел, С. А. Брю ; пер. с англ. 11-го изд. – Киев : Хагар-Демос, 1993. – 785 с.
35. Маркс К. Капитал / К. Маркс. – Москва, 1988. – 856 с.
36. Марченко С. Вплив загальноринкових факторів міжнародного боргового ринку на величину доходності та спреду суверенних боргових зобов'язань / С. Марченко // Економіст. – 2006. – № 6. – С. 64–68.
37. Марченко С. М. Єврооблігації як інструмент фінансування бюджетного дефіциту / С. Марченко // Наукові праці НДФІ. – 2005. – Вип. 3 (32). – С. 57–63.

38. Марченко С. Міжнародна кредитно-рейтингова оцінка інвестиційної привабливості України / С. Марченко // Банківська справа. – 2004. – № 1. – С. 48–57.
39. Маханець Л. А. Зовнішній борг і політичний ризик / Л. А. Маханець // Фінанси України. – 2000. – № 2. – С. 64–68.
40. Мендрул О. Г. Фондовий ринок: операції з цінними паперами : учеб. пособие / О. Г. Мендрул, І. А. Павленко. – 2-ге вид., допов. та перероб. – Київ : КНЕУ, 2000. – 156 с.
41. Миськів Г. В. Кредити міжнародних фінансових організацій в економіці України / Г. В. Миськів // Фінансовий простір. – 2015. – № 2 (18). – С. 48–53.
42. Міжнародні фінансові організації : підручник / Н. С. Резанова, М. А. Гапонюк, А. А. Максименко. – Київ : КНЕУ, 2010. – 230 с.
43. Мних А. М. Механізм оцінки боргового тягаря в Україні як спосіб підвищення ефективності державних запозичень / А. М. Мних // Економіка, Фінанси, Право. – 2010. – № 1. – С. 14–17.
44. Моисеев А. А. Международные финансовые организации (правовые аспекты деятельности) : учеб. пособие / А. А. Моисеев. – 2-е изд., перераб. и доп. – Москва : Омега-Л, 2006. – 294 с.
45. Моисеев А. А. Международные кредитно-финансовые организации. Правовые аспекты деятельности : учеб. пособие / А. А. Моисеев. – Москва : НИМП, 1999. – 272 с.
46. Нова стратегія Групи Світового банку для України зосереджена на сприянні сталому, всебічному економічному відновленню [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.worldbank.org/uk/news/press-release/2017/06/20/promoting-sustainable-inclusive-economic-recovery-is-focus-of-new-world-bank-group-strategy-for-ukraine>.
47. ОЗДП. Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.minfin.gov.ua/news/borg/eurobonds>.
48. Основні показники. Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.minfin.gov.ua/news/view/osnovni-pokaznyky?category=borg&subcategory=osnovni-pokaznyky>.
49. Паливода К. Державні запозичення у контексті економічного розвитку / К. Паливода // Фінансовий ринок України. – 2011. – № 7–8. – С. 3–9.
50. Паливода К. Зовнішні валютні запозичення – інвестиційне джерело чи перешкода на шляху інвестиційного процесу? / К. Паливода // Банківська справа. – 2009. – № 6. – С. 31–39.
51. Печенюк Н. М. Економічна безпека країни в контексті управління зовнішнім боргом держави / Н. М. Печенюк // Актуальні проблеми економіки. – 2011. – № 8. – С. 132–142.

52. Пинзеник В. Реструктуризація державного боргу: моделі оцінки виплат за інструментами відновлення вартості / В. Пинзеник // Наукові записки НаУКМА. Економічні науки. – 2017. – Том 2. – С. 110–115.
53. Приказюк Н. В. Державні запозичення: світовий досвід та особливості здійснення в Україні / Н. В. Приказюк, Т. П. Моташко // Економіка та держава. – 2009. – № 5. – С. 12–14.
54. Рикардо Д. Сочинения / Д. Рикардо. – Москва, 1995. – Т. 2. – 389 с.
55. Ринок боргових цінних паперів в Україні: суперечності та тенденції розвитку : монографія / за заг. ред. І. О. Лютого. – Київ : Центр учб. літ., 2008. – 431 с.
56. Румянцева Е. Е. Новая экономическая энциклопедия / Е. Е. Румянцева. – Москва : ИНФРА-М, 2005. – VI, 724 с.
57. Саркисянц А. Г. Система международных долгов / А. Г. Саркисянц. – Москва : Изд.-консалтинговая фирма «ДеКа», 1999. – 420 с.
58. Семенов К. А. Международные валютные и финансовые отношения / К. А. Семенов. – Москва : ТЕИС, 1999. – 240с.
59. Слав'юк Н. Р. Боргові кризи в країнах Європейського Союзу / Н. Р. Слав'юк // Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії і практики : зб. наукових праць. – 2012. – Вип. 1 (12). – С. 248–253.
60. Слав'юк Н. Р. Особливості дефолтів за суверенними зобов'язаннями країн світу / Н. Р. Слав'юк // Регіональна економіка. – 2012. – № 1 (63). – С. 170–176.
61. Слав'юк Н. Р. Проблеми та перспективи підвищення ефективності реалізації проектів Світового банку в Україні / Н. Р. Слав'юк // Управління ризиком : зб. наукових робіт. – 2011. – № 5 (102). – С. 39–41.
62. Смит А. Про природу й причини добробуту націй / за наук. ред. Є. Литвина. – Київ : Port-Royal, 2001. – 593 с.
63. Сословський В. Г. Проектне фінансування. – Харків : ХІБС УБС НБУ, 2009. – 226 с.
64. Співробітництво України з міжнародними фінансовими інституціями [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://nato.mfa.gov.ua/ua/about-ukraine/economic-cooperation/ifo-projects>.
65. Становлення доктрини фінансової системи України : монографія / за ред. С. І. Юрія, О. М. Десятнюк. – Тернопіль : Екон. думка, 2008. – 190 с.
66. Статистика економічного зростання та конкурентоспроможності країни : монографія / І. Т. Манцуrow. – Київ : КНЕУ, 2006. – 388 с.
67. Статистика. Національний банк України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=65162&cat_id=36674.

68. Стратегічні виклики XXI століття суспільству та економіці України : [монографія] : у 3 т. / за ред. акад. НАН України В. М. Гейця, акад. НАН України В. П. Семиноженка, чл.-кор. НАН України Б. Є. Кваснюка ; Ін-т економіки та прогнозування Нац. акад. наук України, Укр. форум. – Київ : Фенікс, 2007.
69. Стратегія діяльності в Україні 2011–2014 р. Документ Європейського банку реконструкції і розвитку [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.ebrd.com/downloads/country/strategy/ukraine_uk.pdf.
70. Стратегія інноваційного розвитку України на 2010–2020 роки в умовах глобалізаційних викликів [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://kno.rada.gov.ua/komosviti/control/uk/doccatalog/list?Dir=48718>.
71. Тейс Д. Всемирный банк реформирует порядок распределения прав голоса. Капитал Банка увеличен на 86 млрд долл. США [Электронный ресурс] / Д. Тейс. – Режим доступа: <http://www.finnewsline.ru/2012/05-14.html>.
72. Туган-Барановський М. І. Основи політичної економії / М. І. Туган-Барановський ; за наук. редакцією С. М. Злупка. – Львів : Видавничий центр Львівського нац. у-ту ім. Івана Франка, 2003. – 628 с.
73. Україна завершила розміщення нових довгострокових облігацій зовнішніх державних позик [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.minfin.gov.ua/news/view/ukraina-zavershylo-rozmishchennia-novykh-dovhostrokovykh-oblihotsii-zovnishnikh-derzhavnykh-pozyk?category=borg>.
74. Україна: концепція партнерства з країною на 2017–2021 фінансові роки [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://documents.worldbank.org/curated/en/501881501141799939/pdf/114516-UKRAINIAN-PUBLIC-WBUkraineCPFUKR.pdf>.
75. Україна: Меморандум про економічну і фінансову політику [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.minfin.gov.ua/uploads/redactor/files>.
76. Управление внешним долгом: Вводный курс : монография / Всемирный банк. – [Б. и.], 1994. – 252 с.
77. Уряд схвалив Середньострокову стратегію управління державним боргом. Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.minfin.gov.ua/news/view/uriad-skhvalyvy-serednostrokovu-stratehiu-upravlinnia-derzhavnym-borhom?category=borg>.
78. Фінансова енциклопедія / О. П. Орлюк, А. Н. Воронова, І. Б. Заверуха ; за заг. ред. О. П. Орлюк. – Київ : Юрінком Інтер, 2008. – 472 с.

79. Флейчук М. Вплив зовнішніх запозичень на соціально-економічний розвиток посттрансформаційних країн / М. Флейчук, Р. Андрусів // Економіка України. – 2012. – № 1. – С. 16–27.
80. Хмыз О. В. Международный рынок капиталов / О. В. Хмыз. – Москва : ПРИОР, 2002. – 459 с.
81. Циганкова Т. М. Міжнародні організації : навч. посібник / Т. М. Циганкова, Т. Ф. Гордеева. – Вид. 2-ге, перероб. і доп. – Київ : КНЕУ, 2001. – 340 с.
82. Чечетов М. В. Бюджетний менеджмент. Ч. 1 : навч. посібник для студентів вузів / М. В. Чечетов, Н. Ф. Чечетова. – Київ, 2007. – 307 с.
83. Шкварчук Л. О. Фінансовий ринок : навч. посібник / Л. О. Шкварчук. – Київ : Знання, 2013. – 382 с.
84. Шкварчук Л. О. Формування доктрини державного регулювання економіки під впливом економічних криз [Електронний ресурс] / Л. О. Шкварчук // Демократичне врядування: Електронне наукове фахове видання. – 2012. – № 9. – Режим доступу: http://lvivacademy.com/vidavnistvo_1/visnik9/zmist.html.
85. Abbas A. Dealing with High Debt in an Era of Low Growth / A. Abbas, B. Akitoby, J. Andritzky, H. Berger, T. Komatsuzaki, J. Tyson // International Monetary fund. European and Fiscal Affairs Departments. – 2013. – P. 1–42.
86. Amaro S. Greece's economic future is nearing a crucial moment [Electronic resource] / S. Amaro. – Mode of access: <https://www.cnn.com/2018/05/23/greeces-economic-future-is-nearing-a-crucial-moment.html>.
87. American government debt What, US worry? Apr 20th 2011, 19:47 by R. A. [Electronic resource] / Washington. – Mode of access: http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2011/04/american_government_debt.
88. America's credit rating, Apr 20 2011 [Electronic resource]. – Mode of access: <http://www.economist.com/node/18586669>.
89. America's credit rating. Wakey, wakey. Standard & Poor's may not have said anything new. That's no reason for American politicians to ignore it Apr 20th 2011 [Electronic resource] / from the print edition. – Mode of access: <http://www.economist.com/node/18586668>.
90. An exercise of reference terms to carry out performance audit of public debt [Electronic resource]. – Mode of access: <http://www.intosai.org>.
91. Another southern front. As Greece fights to stay in the euro, Spain moves closer to a bail-out Sep 1st 2012. [Electronic resource]. – Mode of access: <http://www.economist.com/node/21561930>.
92. At a glance. Ukraine. International Monetary Fund. [Electronic resource]. – Mode of access: <https://www.imf.org/en/Countries/UKR>.

93. Bailing out the bail-out. May 9th 2011 [Electronic resource]. – Mode of access: http://www.economist.com/blogs/charlemagne/2011/05/greece_and_euro.
94. Bakker A. F. P. International financial institutions / Age F. P. Bakker. – Longman, London and New York : Open University of the Netherlands Heerlen, 1996. – 187 p.
95. Baldacci E. Restoring Debt Sustainability After Crises: Implications for the Fiscal Mix [Electronic resource] / E. Baldacci, S. Gupta, C. Mulas-Granados // IMF Working Paper. Fiscal Affairs Department. – 2010. – P. 1–36. – Mode of access: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.174.9083&rep=rep1&type=pdf/>.
96. Barro Robert. IMF Programs: Who Is Chosen and What Are the Effects? [Electronic resource] / Barro Robert, Lee Jong-Wha. – 2003. – Mode of access: www.nber.org/papers/w8951.
97. Blanchard O. Suggestions for a new set of fiscal indicators / O. Blanchard // OECD Working Paper. – 1990. – No. 79.
98. Bolton P. Structuring and Restructuring Sovereign Debt: The Role of a Bankruptcy Regime / P. Bolton, O. Jeanne // IMF Working Paper Research Department. – 2010. – No. 11/007. – 27 p.
99. Boockmann B. The Contribution of the IMF and the World Bank to Economic Freedom / B. Boockmann, A. Dreher // European journal of Political Economy. – 2003. – Vol. 19, issue 3. – P. 633–649.
100. Boosting representation of emerging markets and low-income countries [Electronic resource]. – Mode of access: www.imf.com.
101. Borenstein E. Debt Overhang, Credit Rationing and Investment / E. Borenstein // Journal of Development Economics. – 1990. – Vol. 32, No. 2. – P. 315–335.
102. Borensztein E. The Costs of Sovereign Default [Electronic resource] / E. Borensztein, U. Panizza // Research Department. IMF Working Paper, 2008. – Mode of access: www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08238.pdf.
103. Boressen P. Role and organization of a debt office / P. Boressen, E. Pascal // United on trade and development. DMFAS programme technical paper No. 1. – United Nations, New York and Geneva, 2002. – 36 p.
104. Boughton J. M. Finance, Development and The IMF / J. M. Boughton, R. Lombardi. – Oxford University Press, 2009. – 315 p.
105. Burnsode C. Aid, Policies and Growth / C. Burnsode, D. Dollar // American Economic Review. – 2000. – No. 90. – P. 847–868.
106. Cline W. R. International debt reexamined / W. R. Cline. – Washington, DC : Institute for International Economics, 1995. – 535 p.
107. Corrado L. Beyond the sovereign debt crises: alternative forms of market-based debt restructuring schemes / Luisa Corrado // Scottish Journal of Political Economy. – February. – 2003. – Vol. 50. – No. 1. – 25 p.

108. Cottarelli C. Default in Today's Advanced Economies: Unnecessary, Undesirable, and Unlikely / C. Cottarelli, L. Forni, Gottschalk, P. Mauro // International Monetary Fund. – 2010. – September 1. – 26 p.
109. Das U. Monetary and Capital Markets Department Sovereign Debt Restructurings 1950–2010: Concepts, Literature Survey, and Stylized Facts / U. Das, M. Papaioannou, C. Trebesch // IMF Working Paper. – 2012. – No. 12/203. – P. 1–128.
110. Debt crisis. More denial [Electronic resource]. – May 11th 2011. – Mode of access: http://www.economist.com/blogs/buttonwood/2011/05/debt_crisis_0&fsrc=nwl.
111. Debt indicators. ISSAI 5411 [Electronic resource]. – November 2010. – 34 p. – Mode of access: [www.issai.org/media\(925,1033\)/ISSAI_5411_E.pdf](http://www.issai.org/media(925,1033)/ISSAI_5411_E.pdf).
112. Default settings: Sovereign defaults do not typically lead to economic catastrophe [Electronic resource] / How much comfort should that give? – March 31 2010. – Mode of access: <http://www.economist.com/node/15814868>.
113. Does Excessive Sovereign Debt Really Hurt Growth? A Critique of This Time Is Different, by Reinhart and Rogoff by Yeva Nersisyan L. Randall Wray June [Electronic resource] // Working Paper No. 603. – Mode of access: www.levyinstitute.org/publications/?docid=1273.
114. Dreher A. Does the IMF Influence Fiscal and Monetary Policy? / A. Dreher // Journal of Public Economics. – 2005. – Vol. 8, issue 3. – 22 p.
115. Drine I. Public external debt, Informality and Production efficiency in Developing countries [Electronic resource] / I. Drine, S. Nabi. – 2009. – 32 p. – Mode of access: www.econond.org/files/papers/893.pdf.
116. Easterly W. The Host of Financing Gap: Testing the Growth Model Used in the International Financial Institutions / W. Easterly // Journal of Development Economics. – 1999. – No. 60. – P. 423–438.
117. EBRD projects in Ukraine [Electronic resource]. – Mode of access: <http://www.ebrd.com/where-we-are/ukraine/data.html>.
118. Europe's debt crisis under pressure. – Apr 8th 2011 [Electronic resource]. – Mode of access: http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2011/04/europes_debt_crisis.
119. Europe's debt crisis: The implausibility of denial. – May 11th 2011 [Electronic resource]. – Mode of access: http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2011/05/es_1.
120. Europe's economy. European problems, short-term and long [Electronic resource]. – Mode of access: http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2011/03/europes_economy_1.

121. External debt management in Low-Income countries Prepared by Sheku Bangura, Damoni Kitabire, Robert Powell authorized by C/Ross, IMF working paper. Policy development and Review Department. – December 2000. – 35 p. [Electronic resource]. – Mode of access: www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=3907.0.
122. External debt statistics: guide for compilers and users. – Washington, D. C.: International Monetary Fund. – 2003. – 171 p.
123. Five ways the eurozone could break up [Electronic resource]. – Mode of access: <http://www.bbc.co.uk/news/magazine-18193962>.
124. General government gross debt – annual data [Electronic resource]. – Mode of access: <https://ec.europa.eu/eurostat/web/products-datasets/product?code=teina225>.
125. General government gross debt / IMF data [Electronic resource]. – Mode of access: http://www.imf.org/external/datamapper/GGXWDG_NGDP@WEO/OEMDC/ADVEC/EURO/EU/MAE/WE.
126. General government gross debt as a percentage of GDP [Electronic resource]. – Mode of access: http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=sdg_17_40&plugin=1.
127. General government gross debt [Electronic resource]. – Mode of access: http://ec.europa.eu/eurostat/en/web/products-datasets/-/SDG_17_40.
128. Girchenko T. Public debt of European countries under conditions of financial instability / T. Girchenko, N. Slaviuk // Developmental challenges of contemporary economies management (Cracow university of economics). – 2011. – P. 25–31.
129. Globalization: the role of IMF // House of commons Treasury committee. – Ninth Report of Session 2005–2006. – 141 p.
130. Greece and the euro. Bailing out the bail-out. – May 9th 2011 [Electronic resource]. – Mode of access: http://www.economist.com/blogs/charlemagne/2011/05/greece_and_euro.
131. Greece: First Review Under the Stand-By Arrangement: September 2010 IMF [Electronic resource]. – Country Report No. 10/286. – Mode of access: www.minfin.gr/content-api/f/binaryChannel/minfin/datastore/f2/f2/84.
132. Greece: Staff Report on Request for Stand-By Arrangement. – May 2010. – IMF. – Country Report No. 10/110. – 146 p. [Electronic resource]. – Mode of access: www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2010/cr10110.pdf.
133. Greece: Stand-By Arrangement— Review Under the Emergency Financing Mechanism [Electronic resource]. – July 2010. – IMF. – Country Report No. 10/217. – 23 p. – Mode of access: www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2010/cr10217.pdf.

134. Guidance for Conducting a Public Debt Audit – The Use of Substantive Tests in Financial Audits [Electronic resource]. – INTOSAI. – 41 p. – Mode of access: [www.issai.org/media\(490,1033\)/ISAAI_5440_E.pdf](http://www.issai.org/media(490,1033)/ISAAI_5440_E.pdf).
135. Guscina A. Impact of Macroeconomic, Political, and Institutional Factors on the Structure of Government Debt in Emerging Market Countries / A. Guscina // IMF Working Paper WP/08/205. – 2008. – P. 1–45.
136. Hansen H. Aid Effectiveness Disputed / H. Hansen, E. Tarp // Journal of International Development. – 2000. – No. 12. – P. 375–378.
137. Harm P. The Macroeconomic Effects of Foreign Aid: A Survey / P. Harm, M. Lutz // Universitat St. Gallen, Discussion Paper. – 2004. – No. 11. – 24 p.
138. Harrigan J. The economic and political determinants of IMF and World Bank Lending in the Middle East and North Africa / J. Harrigan, C. Wang., H. El-Said // World development. – 2006. – Vol. 34. – No. 2. – P. 247–270.
139. Highlights of the Draft FY2018 Budget. Ministry of Finance of Japan [Electronic resource]. – Mode of access: <https://www.mof.go.jp/english/budget/budget/fy2018/01.pdf>.
140. Holders of the U. S. government debt as of December 2017 [Electronic resource]. – Mode of access: <https://www.statista.com/statistics/201881/holders-of-the-us-public-debt/>.
141. Imbs J. The Overhang Hangover / J. Imbs, R. Ranciere // World Bank Policy Research Working Paper. – 2005. – No. 3673.
142. IMF and Ukrainian Authorities Reach Staff Level Agreement on a New Stand-By Arrangement. October 19, 2018 [Electronic resource]. – Mode of access: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2018/10/19/pr18392-imf-and-ukrainian-authorities-reach-staff-level-agreement-on-a-new-stand-by-arrangement>.
143. International economics: theory and policy / Paul R. Krugman, Maurice Obstfeld. – 4th edition. – 1996. – 799 p.
144. Kilby C. An empirical assessment of informal influence in the World Bank / C. Kilby. – 2010. – August 27. – 38 p.
145. Kitano S. The Government's Foreign Debt in the Argentine Crisis / S. Kitano // Review of Development Economics. – 2005. – No. 9 (3). – P. 368–379.
146. Krugman P. The Making of a Euromess [Electronic resource] / P. Krugman. – Mode of access: <http://www.nytimes.com/2010/02/15/opinion/15krugman.html>.
147. Latin lessons. There is a model for how to restructure Greece's debts. – Apr 20th 2011 [Electronic resource]. – Mode of access: http://www.economist.com/node/18586648?story_id=18586648&CFID=169061076&CFTOKEN=79210821.

148. Loser C. M. United Nations conference on trade and development. G24 discussion paper series. External debt sustainability / C. M. Loser // Guidelines for Low- and Middle income countries. – March 2004. – No. 26. – 45 p.
149. Magnusson T. The Institutional and Legal Base for Effective Debt Management [Electronic resource] / T. Magnusson // Paper prepared for the Third Inter-regional Debt Management Conference in Geneva 3–5 December 2001, arranged by UNCTAD. – 17 p. – Mode of access: http://treasury.worldbank.org/bdm/pdf/Institutional_and_Legal_Base_for_Effective_Debt_Management_TM_2001.pdf.
150. Major foreign holders of U. S. treasury securities, as of June 2018 (in billion U.S. dollars) [Electronic resource]. – Mode of access: <https://www.statista.com/statistics/246420/major-foreign-holders-of-us-treasury-debt/>.
151. Managing Public Debt: Formulating Strategies and Strengthening Institutional Capacity Prepared by the Staff of the IMF and World Bank International Monetary Fund [Electronic resource] // International Monetary Fund and the World bank. – Washington, D. C. – 107 p. – Mode of access: http://treasury.worldbank.org/bdm/pdf/10_Managing_PD_Strethen_Instit_Capacity.pdf.
152. McKinnon R. Foreign-Exchange Constraints in Economic Development and Efficient Aid Allocation / R. McKinnon // Economic Journal. – 1964. – No. 74. – P. 388–409.
153. Multilateral investment guarantee agency country partnership strategy for Ukraine for period FY12-FY16: International bank for reconstruction and development. International finance corporation [Draft, October 28, 2011]. – 36 p.
154. Negativo. Standard & Poor's lowers its credit outlook for Italy [Electronic resource]. – Mode of access: http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2011/05/standard_poors_lowers_its_credit_outlook_italy&fs-rc=nwl.
155. Nicke C. Major public debt reductions lessons from the past, lessons for the future [Electronic resource] / C. Nicke, P. Rother, L. Zimmermann // Working paper series No. 1241. – September 2010. – 37 p. – Mode of access: <http://www.ecb.europa.eu>.
156. Panizza U. Domestic and external public debt in developing countries [Electronic resource] / U. Panizza // March 2008. – No. 188. – 20 p. – Mode of access: <http://www.unctad.org>.

157. Panizza U. International government debt [Electronic resource] / Ugo Panizza, Federico Sturzenegger, Jeromin Zettelmeyer. – Mode of access: http://www.unctad.org/en/docs/osgdp20103_en.pdf.
158. Paulus P. Monetary Union Impact on Government Debt Lessons for European Monetary Enlargement. Inaugural dissertation zur Erlangung des Doktorgrades der Wirtschafts- und Socialwissenschaftlichen Fakultet an der Universitet zu Koln / P. Paulus. – 2009. – 236 s.
159. Portugal seeks help. And then there were three [Electronic resource]. – Apr 7th 2011 / Lisbon and madrid / from the print edition. – Mode of access: http://www.economist.com/node/18530601?story_id=18530601.
160. Portugal: Second Review Under the Extended Arrangement [Electronic resource]. – December 2011. – IMF Country Report No. 11/363. – 129 p. – Mode of access: www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2011/cr11363.pdf.
161. Presbitero A. The Debt Growth Nexus: A dynamic Panel Data Estimation / A. Presbitero, Q. Ricerca // Universita Politecnica Delle Marce Working Paper. – 2005. – No. 243. – 34 p.
162. Project and operations of the World bank in Ukraine [Electronic resource]. – Mode of access: http://projects.worldbank.org/search?lang=en&searchTerm=&countrycode_exact=UA.
163. Public Debt Management and Fiscal Vulnerability: Potential Roles for SAIs INTOSAI Public Debt Committee February [Electronic resource]. – 2003. – 53 p. – Mode of access: [www.issai.org/media\(228,1033\)/ISSAI_5420E.pdf](http://www.issai.org/media(228,1033)/ISSAI_5420E.pdf).
164. Public debt of the United States from 1990 to 2018 (in billion U.S. dollars) [Electronic resource]. – Mode of access: <https://www.statista.com/statistics/187867/public-debt-of-the-united-states-since-1990/>.
165. Reinhart C. M. The aftermath of financial crises [Electronic resource] / C. M. Reinhart, K. S. Rogoff // Working Paper № 14656. – January 2009. – Mode of access: www.nber.org/papers/w14656.
166. Reinhart C. This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises [Electronic resource] / Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff // Working Paper 13882. – Mode of access: <http://www.nber.org/papers/w13882>.
167. Reinhart R. Debt Intolerance / R. Reinhart, K. Rogoff, M. Savastano // Brookings Papers on Economic Activity. – 2003. – No. 1. – P. 1–62.

168. Restoring Debt Sustainability After Crises: Implications for the Fiscal Mix Prepared by Emanuele Baldacci, Sanjeev Gupta, and Carlos Mu-las-Granados [Electronic resource]. IMF Working Paper. Fiscal Affairs Department. – October 2010. – 36 p. – Mode of access: www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10232.pdf.
169. Santiso C. Good Governance and Aid Effectiveness: The World Bank and Conditionality / C. Santiso // The Georgetown Public Policy Rew-iew. – 2011. – Vol. 7. – No. 1. – P. 1–22.
170. Sedlak J. Sovereign debt restructuring: statutory reform or contractual solution / J. Sedlak // University of Pennsylvania Law Review. – 2004. – Vol. 152. – No. 4. – 53 p.
171. Share of Member States in EU GDP [Electronic resource]. – Mode of access: <http://ec.europa.eu/eurostat/web/products-eurostat-news/-/DDN-20170410-1>.
172. Slaviuk N. Public debt: state and problems of managing / N. Slaviuk // Науковий журнал «Бізнес-інформ». – 2011. – № 2 (394), т. 1. – С. 32–34.
173. Slav'yuk R. Government debt management: challenges and perspec-tives / Rostyslav Slav'yuk, Nataliia Slaviuk // Investment Management and Financial Innovations. – 2018. – Vol. 15 (3). – P. 143–156.
174. Structure of government debt [Electronic resource]. – Mode of access: https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Struc-ture_of_government_debt.
175. The 20 countries with the highest public debt in 2017 in relation to the gross domestic product (GDP) [Electronic resource]. – Mode of access: <https://www.statista.com/statistics/268177/countries-with-the-high-est-public-debt/>.
176. The credit-rating outlook, Apr 20 2011 [Electronic resource]. – Mode of access: <http://www.economist.com/node/18587860>.
177. The euro area's debt crisis. Latin lessons. There is a model for how to restructure Greece's debts Apr 20th 2011 / from the print edition [Elec-tronic resource]. – Mode of access: <http://www.economist.com/node/18586648>.
178. The euro's problems. Tomorrow and tomorrow. The euro zone's fi-nance ministers continue to act as if time is on their side 2011 [Elec-tronic resource]. – Mode of access: <http://www.economist.com/node/18713850>.
179. The third bail-out. How to make sure the latest bail-out marks the be-ginning of the end of the euro zone's debt crisis. – Apr 7th 2011 [Elec-

- tronic resource]. – Mode of access: http://www.economist.com/node/18530121?story_id=18530121.
180. The World Bank. Country Snapshot. (2018) [Electronic resource]. – Mode of access: <http://pubdocs.worldbank.org/en/949201524140589775/Ukraine-Snapshot-Spring2018.pdf>.
181. Towe C. Managing Public Debt: Formulating Strategies and Strengthening Institutional Capacity / C. Towe, D. Leipziger, K. Lay // International Monetary Fund. – 2009. – March 3.
182. Transcript of a Press Conference on the International Monetary Fund's Global Financial Stability Report with José Viñals, Financial Counsellor and Director of the Monetary and Capital Markets Department, Robert Sheehy, Deputy Director of the Monetary and Capital Markets Department, and Peter Dattels, Chief of the Global Markets Monitoring and Analysis Division. – Washington, D. C. – April 13, 2011 [Electronic resource]. – Mode of access: <http://www.imf.org/external/np/tr/2011/tr041311.htm>.
183. Ukraine: First Review Under the Stand-By Arrangement – Staff Report; Staff Statement; Press Release on the Executive Board Discussion. February 2011 [Electronic resource]. – IMF Country Report No. 11/52. – 71 p. – Mode of access: www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2011/cr1152.pdf.
184. Ukraine: Letter of Intent, Memorandum of Economic and Financial Policies, and Technical Memorandum of Understanding. February 27, 2015 [Electronic resource]. – Mode of access: <https://www.imf.org/external/np/loi/2015/ukr/022715.pdf>.
185. United Nations Conference on Trade and Development. – No. 199. – June 2010. – 22 p.
186. Updated November 01, 2018 [Electronic resource]. – Mode of access: <https://www.thebalance.com/what-is-the-greece-debt-crisis-3305525>.
187. Vulnerability Indicators, International Monetary Fund [Electronic resource] // Foreign Affairs Department: Technical Note. – April 30, 2003. – Mode of access: www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10232.pdf.
188. When Should Public Debt Be Reduced? IMF Staff Discussing Note, 1–26 [Electronic resource]. – Mode of access: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1510.pdf>.
189. Who's paying for the euro-area bail-out? Pay pals. – Apr 7th 2011 [Electronic resource]. – Mode of access: http://www.economist.com/blogs/dailychart/2011/04/european_bail-outs.

190. Wyplosz C. Debt Sustainability Assessment: The IMF Approach and Alternatives / C. Wyplosz // Graduate Institute of International Economics and CEPR. – 2005. – December. – 35 p.
191. Yield on ten-year government bonds of selected countries worldwide as of October 2018 [Electronic resource]. – Mode of access: <https://www.statista.com/statistics/247275/yield-on-ten-year-government-bonds-of-selected-countries/>.

Додаток А

Напрями надання позик МВФ



Складено авторкою за даними:

Становлення доктрини фінансової системи України : монографія /
за ред. С. І. Юрія, О. М. Десятнюк. –
Тернопіль : Екон. думка, 2008. – 190 с.

Система кредитування МВФ

Міжнародний валютний фонд	Звичайний механізм	<i>Механізм резервних часток (Reserve Tranche).</i> Кожна країна має резервну частку в розмірах 25 % квоти, в рамках резервної позиції країна може отримати кошти у МВФ автоматично, без попередньої згоди МВФ. Ця операція просто розглядається як вилучення країною іноземної валюти, внесеної попередньо до Фонду, тому немає комісійних зборів і ставок процента
		<i>Механізм кредитних часток (Credit Tranche Policy).</i> Країна може використати 100 % розміру своєї квоти +25 % резервної частки у вигляді рівних траншів частками 25 %. Надається у вигляді прямої купівлі іноземної валюти або через резервне кредитування. Вимоги: економічні реформи
		<i>Угода про резервні кредити (Stand-by Arrangements).</i> Країна зможе автоматично отримувати іноземну валюту в обмін на національну на суму, зазначену в договорі. Призначення кредитів: макроекономічні стабілізаційні програми. Термін: 12–24 міс. Погашення (зворотна викупівля) – через три роки протягом двохлітнього періоду. Складає близько половини всіх кредитних операцій МВФ
		<i>Механізм розширеного фінансування (Extended Fund Facility).</i> Кредитування на основі середньострокових програм розширеного фінансування на період до трьох років із метою подолання проблем із платіжним балансом. Купівля іноземної валюти проводиться траншами. Кредити надаються за рахунок власних ресурсів МВФ. Повернення – 12 рівних внесків протягом 4,5–10 років із дати кожної купівлі
		<i>Механізм додаткового фінансування (Supplementary Financing Facility).</i> Передбачає використання Фондом запозичених ресурсів для додаткового фінансування. Надається країнам, які мають хронічний дефіцит платіжного балансу. Надання кредитів на умовах, близьких до ринкових. Термін: 12 місяців – 3 роки
	Спеціальні компенсаційні механізми	<i>Компенсаційне фінансування.</i> Формується з Фонду компенсаційного фінансування і фінансування у разі виникнення непередбачуваних обставин. Компенсація втрат від експортної виручки, а також втрат, пов'язаних із різким зростанням цін на зерно, що імпортується, втрат, зумовлених зовнішніми чинниками
		<i>Фінансування системних змін.</i> Спрямовано на подолання труднощів, пов'язаних із реалізацією економічних реформ і переходом до ринкової економіки
		<i>Фінансування буферних запасів.</i> Допомога у створенні міжнародних буферних запасів сировинних товарів за наявності проблем із платіжними балансами, що виникають у зв'язку з несприятливою кон'юктурою на світових товарних ринках. Термін: 3–5 років, 45 % квоти
	Надзвичайна допомога	У формі купівлі товарів для вирішення проблем із платіжним балансом, що виникли внаслідок стихійних лих
	Механізми допомоги країнам із низьким рівнем доходів	Розробляється програма фінансової політики. Процентна ставка – 0,5 % річних протягом 10 років. Інший механізм – на 3 роки 190 % квоти, за виняткових обставин – 255 % квоти

Додаток В

Світовий банк: структура та функції

Світовий банк	Міжнародний банк реконструкції і розвитку (МБРР)	<ol style="list-style-type: none"> 1. Надання країнам, що розвиваються, позик для виробничих цілей: розвитку сільського господарства і міських районів, енергетики, надання кредитів на конкретні проекти. 2. Надання позик країнам, що розвиваються, на створення у них інфраструктури: шосейних доріг і залізниць, електрозв'язку та енергетичних установок, а також на освіту, охорону здоров'я та підготовку кадрів. 3. Надання кредитів країнам, що розвиваються, а також бідним країнам, які є спроможними виплачувати процентні ставки, близькі до ринкових. 4. Надання технічної допомоги країнам, що розвиваються. 5. Підготовка та реалізація проектів, що фінансуються, зокрема визначення об'єкта, проведення попередньої підготовки, оцінки вартості проекту, практична реалізація проекту і перевірка результатів. 6. Проведення досліджень в економічній та науково-технологічній сфері, в питаннях кредитної, інвестиційної та технічної допомоги. 7. Фінансування проектів і діяльності країн, що розвиваються, з охорони навколишнього середовища. 8. Організація та проведення семінарів для представників із країн, що розвиваються, надання інформації про розвиток окремих країн і секторів економіки
	Міжнародна асоціація розвитку (МАР)	<ol style="list-style-type: none"> 1. Кредитування проектів у найбідніших країнах із метою їх економічного розвитку. Критерії: країна повинна мати річний дохід на душу населення менше ніж 1305 дол. США, бути достатньо економічно і політично стабільною, відчувати серйозні проблеми з платіжним балансом, політика країни має бути спрямована на економічний розвиток. Термін – 50 років, із початком погашення через 10 років, упродовж 10 років погашається по 1 % в рік, а потім протягом 30 років – по 3 % в рік. Кредити надають в іноземній валюті на оплату імпорту товарів і послуг обов'язково через торги, аукціони. 2. Проведення експертизи проектів, що фінансуються. 3. Сприяння у проведенні економічних реформ

Продовження додатка В

Світовий банк	Міжнародна фінансова корпорація (МФК)	<ol style="list-style-type: none"> 1. Фінансування підприємництва в країнах-членах шляхом надання кредитів безпосередньо приватним компаніям без гарантій з боку держави. Термін – 7–12 років. 2. Здійснення інвестицій у переробну і добувні галузі, сільське господарство, туризм. 3. Сприяння розвитку малого бізнесу та інфраструктури. 4. Надання допомоги в управлінні ризиками. 5. Співробітництво з МБРР з питань розробки національних стратегій країн-членів, реформування їхнього фінансового сектора та системи оподаткування. 6. Консультування урядів країн-членів з питань економічного розвитку
	Міжнародне агентство з інвестиційних гарантій (МАІГ)	<ol style="list-style-type: none"> 1. Надання гарантій, що мають на меті захист від втрат, зумовлених неконвертованістю національної валюти, війною. 2. Здійснення операцій зі спільного страхування та пере-страхування. 3. Сприяння країнам, що розвиваються, з метою залучення іноземних інвестицій, надання консультацій зі створення сприятливого інвестиційного клімату
	Міжнародний центр з урегулювання інвестиційних спорів (МЦІПС)	<ol style="list-style-type: none"> 1. Створення можливостей для примирення і проведення арбітражу інвестиційних спорів між державами-членами та індивідуальними інвесторами

SUMMARY

Government debt is an ordinary phenomenon of the world economy. The financial crisis of the years 2008–2009 caused the rapid growth of the government debt of countries around the world, especially the external indebtedness. This monograph reveals the state of external government borrowings and their role in the economic development of the country. The influence of external government debt on the economy is highly controversial. Problems of government debt are widely discussed in the economic literature. Though, every country has its special case the mistakes usually are the same. It is obvious, that in the periods of economic slowdown countries use government borrowing to fulfil their needs. At the same time, it often causes an enormous increase in government debt, which becomes a burden for the economy.

Nonetheless, to our mind, government debt can be a source of investments and influence economic development. The monograph examines the current tendencies of the government indebtedness in the world. Particular attention is paid to the government debt of the European Union countries, Japan, the USA. The state and tendencies of government debt in Ukraine are analyzed. The monograph pays special attention to the problems which cause ineffective debt management, and to the risks of the rapid growth of external indebtedness.

We suggest, that external government borrowing can be an additional source of financial resources useful for the economic development of the country, but only in the case of limitation of the amount of government debt and effective usage of borrowed resources. It is important, that every country has different economic potential and this influences the possibility to service government obligations. That is why, to our mind, every country should adopt its own allowable level of government indebtedness.

The monograph presents propositions for the debt management improvement in Ukraine. It expresses the necessity of the strategic management implementation, the improvement of the structure of the government debt. The importance of government debt of Ukraine decrease was proved. The main directions of the government borrowing usage in Ukraine were proposed.

The monograph can be useful for scientists, lecturers, students, which are interested in the problems of state finances, government indebtedness in particular.

Слав'юк Наталія Ростиславівна

ЗОВНІШНІ ДЕРЖАВНІ ЗАПОЗИЧЕННЯ ТА ЕКОНОМІЧНИЙ РОЗВИТОК КРАЇНИ

Редактор *Олена Пазюк*
Комп'ютерна верстка *Наталії Єрмак*

Підписано до друку 08.05.2019. Формат 60 × 84^{1/16}.
Гарнітура «Warnock Pro». Папір офсетний № 1. Друк офсетний.
Умов.-друк. арк. 10,0. Наклад 100 прим. Зам. № 338-21

Адреса редакційно-видавничого відділу НАУКМА:
вул. Г. Сковороди, 2, м. Київ, 04655,
тел.: (044) 463-66-68

Свідцтво про внесення до Державного реєстру
видавців, виготівників і розповсюджувачів книжкової продукції
серія ДК № 3631 від 23.11.2009

Надруковано у ТОВ «ГЛІФ МЕДІА».
м. Київ, вул. Подупанова, 21,
тел./факс: (044) 221-71-75,
свідцтво про реєстрацію
від 24.01.2014, № 10691020000031465

Слав'юк Н. Р.

С 47 Зовнішні державні запозичення та економічний розвиток країни. – Київ : НАУКМА, 2019. – 172 с.

ISBN 978-617-7668-09-0

У монографії розглянуто актуальні питання залучення зовнішніх державних запозичень. Визначено сутність та форми зовнішніх державних запозичень, показники оцінювання впливу зовнішньої державної заборгованості на економіку. Досліджено тенденції державної заборгованості у країнах Європейського Союзу, США, Японії. Проаналізовано стан та проблеми зовнішнього державного боргу України. Рекомендовано напрями поліпшення управління зовнішніми державними запозиченнями та шляхи підвищення результативності використання зовнішніх державних запозичень в Україні.

Видання адресовано науково-педагогічним працівникам, студентам і аспірантам закладів вищої освіти.

УДК 336.27