

**Економічна теорія**

Сергій ЮРІЙ

**УПРАВЛІННЯ ЗРОСТАННЯМ
НА ОСНОВІ БОРГУ І УКРАЇНА****Резюме**

Досліджено методи реалізації базових принципів управління державним боргом. Показано роль держави та міжнародних фінансових організацій в управлінні запозиченнями. Головну увагу зосереджено на використанні боргу для забезпечення економічного зростання та на формуванні іміджу України як позичальника.

Ключові слова

Боргова політика, пільгове кредитування, зовнішній борг, реструктуризація боргу, кредитний рейтинг.

Класифікація за JEL: A10, H0.

© Сергій Юрій, 2007.

Юрій Сергій, докт. екон. наук, професор, ректор Тернопільського національного економічного університету, Україна.

1. Борг як джерело економічного зростання

Традиційне розуміння «сильної» економіки пов'язане із зосередженням у державі достатніх фінансових ресурсів для виконання покладених на неї суспільством функціональних обов'язків, основними з яких є забезпечення соціальних потреб населення, фінансування видаткової частини бюджету, створення умов для майбутнього розвитку тощо. Усталений підхід до фінансової спроможності держави проблему бюджетного дефіциту визначає як одну з найактуальніших для неї. При цьому допустимий його рівень не є перешкодою для економічного розвитку країни. Дослідження підтверджують, що замкнене коло «дефіцит-борг» не підлягає розірванню, бо навіть за умови профіцитного бюджету сума боргу, якщо запозичення взяті на довгий термін, може зменшуватися, але все ж таки буде тягарем сплати на тривалий період.

Світова практика дала змогу сформуванню окремих принципів, які є базовими у процесі управління борговими зобов'язаннями. Передусім заходи уряду спрямовані на зменшення боргового тягара для бюджету через проведення масштабних реструктуризаційних операцій, вдосконалення бюджетного процесу, розширення діапазону курсових коливань, що дає змогу зменшити потребу в зовнішньому фінансуванні для підтримання платіжного балансу та знизити відсоткові ставки з метою стимулювання інвестиційної активності.

У більш віддаленій перспективі система дефіцитного фінансування забезпечує інвестиційне підкріплення всебічної структурної перебудови та мікроекономічної реструктуризації. Інституційним механізмом цього виступає, як правило, бюджет розвитку, функціонування якого має підпорядковуватись критеріям становлення постіндустріального типу виробничо-господарських систем, видатки бюджету в цей період будуть більш транспарентними [7].

Неспіврозмірність наявних фінансових ресурсів та їхніх потреб зумовлює необхідність додаткового залучення коштів. За умови виникнення бюджетного профіциту його сума може спрямовуватися як на соціальні видатки, інвестиційні цілі, так і на погашення частини наявного боргу. Проблема управління та фінансування державного боргу загострила для країн, що реформують свій економічний механізм, країн, що розвиваються, та найменш розвинених країн наявні диспропорції та невирішені питання фінансового розвитку і економічного зростання. Однак одними з основних країн-боржників є економічно розвинені країни – США та Німеччина, питома частка яких у загальній сумі боргу на початок XXI ст. становила відповідно 25% та 10%.

Економіст В. М. Геєць слушно зауважує, що при існуванні фінансової нестабільності відновлення економічного зростання можливе за умови раціонального поєднання внутрішніх перетворень та ресурсів із зовнішнім фінансуванням, що дасть змогу:

- зменшити фінансову нестабільність, для якої характерні інфляційні очікування, високий дефіцит бюджету, що збільшує вартість запозичень на ринку ОВДП та унеможливорює їхню роль в обслуговуванні внутрішнього боргу;
- забезпечити економічну рівновагу та соціальну стабільність;
- скоротити внутрішню заборгованість та знизити ставки відсотка на внутрішні позики [3].

Посилення процесів глобалізації та лібералізації переміщення фінансових потоків збільшує залежність країн від зовнішніх ресурсів. Вчений А. С. Філіпенко зазначає, що на даний період особливо виразно виявляється тенденція до зростання ролі зовнішніх, інтернаціональних факторів у процесі економічного розвитку, а це зумовлено масштабами сучасного виробництва, технологічною революцією, загостренням проблем ринків, зовнішнім фінансуванням, відмінностями між країнами в забезпеченні ресурсами [20]. Розгляд проблем виникнення боргу, його обслуговування та впливу на економічне життя суспільства подано у дослідженнях представників різних наукових шкіл, поглядів і течій, адже правильне розуміння призначення державного боргу сприяє пошуків внутрішнього інвестування, економічному зростанню, але лише за умови залучення отриманих коштів у відтворювальний процес. Іншим напрямком їхнього використання є покриття дефіциту державного бюджету. Незважаючи на низку позитивних ефектів, наслідком зростання зовнішнього боргу слугує посилення податкового тиску на національних виробників з метою акумуляції додаткових коштів для погашення боргу, що, відповідно, стимулюватиме «втечу» капіталу з країни.

Загалом питання боргової політики, будучи прерогативою компетенції держави, за умови досягнення критичного рівня боргу є реальною загрозою її фінансовій безпеці. Так, О. І. Барановський, структуруючи фінансову безпеку, як важливу складову виділяє боргову безпеку [1]. Такої самої точки зору дотримуються й російські економісти, які вважають надмірну зовнішню заборгованість країни перед міжнародними організаціями та приватними банками прямою загрозою обмеження державного суверенітету або можливостей його прояву [21]. Водночас небезпечною межею прийнято вважати суму зовнішнього боргу, що становить понад 50% ВВП, перевищення зобов'язань з обслуговування зовнішнього боргу 30% експорту, що в кінцевому підсумку впливає на кредитний рейтинг країни.

Аналізуючи взаємозалежність боргу та економічного розвитку, Л. Е. Соколовський виділяє такі підходи до значущості державного боргу для економіки країни:

1. Кейнсіанський (посткейнсіанський) напрямок: дефіцитне фінансування може використовуватися для стабілізації економіки протягом короткого періоду часу.
2. Неокласичний (неоконсервативний) підхід: більша увага приділяється довгостроковим проблемам державного боргу та розподілу його тягаря між поколіннями.
3. Рікардіанський підхід: згідно з ним, дефіцитне фінансування за своїм впливом на економічну поведінку є еквівалентним фінансуванню за рахунок податків.

Видатний учений при розробці моделей прогнозування зміни державного боргу залежно від основних параметрів фіскальної та монетарної політики акцентує увагу на рівні монетизації боргу, адже стійке залучення зовнішніх запозичень для обслуговування боргу призведе до регулярної його монетизації та створення передумов для виникнення інфляції [18].

Дещо модифіковану модель подав О. О. Замков. У ній показано взаємозв'язок внутрішнього боргу з первинним дефіцитом бюджету, відсотком за борговими зобов'язаннями, темпами економічного зростання, інфляцією, але в моделі не відображено залучення монетарних механізмів [4].

У цьому контексті розроблено і багатопараметричну модель внутрішньої та зовнішньої заборгованості, яка дає змогу виявити діапазони зміни таких параметрів. Як наслідок, названий науковець довів існування взаємозв'язку між такими параметрами:

- темпами зростання випуску та первинним дефіцитом;
- темпами інфляції та ставкою відсотка за внутрішнім боргом;
- коефіцієнтом розподілу бюджетно-емісійного покриття сукупного бюджетного дефіциту та темпом зростання випуску;
- частками сукупного бюджетного дефіциту, що фінансується за рахунок грошово-кредитної емісії, та темпами зростання випуску;
- темпами інфляції та темпами зростання реального курсу валюти відносно національної;
- часткою зовнішнього боргу, конвертованого в національну валюту, і темпами зростання випуску та інфляції;
- часткою списання зовнішнього боргу і темпами зростання випуску та інфляції;
- сукупним бюджетним дефіцитом та темпами зростання випуску;
- ставкою відсотка за зовнішнім боргом і темпами зростання випуску та інфляцією [9].

Скоригована мінімальна стандартна модель визначення макропоказників RMSM-X поєднала модель RMSM Світового банку і розширену модель МВФ та складається з чотирьох секторів: бюджетного (державного), приватного, грошово-кредитного (банківського) і зовнішнього. Первинна модель RMSM, розроблена Світовим банком для виявлення зв'язку між економічним зростанням та його фінансуванням, не позбавлена певних недоліків, зокрема вона використовує обмежене число змінних, не враховує ефективність інвестицій і параметри розвитку грошово-кредитної системи. Модель RMSM-X містить модуль DSM+, який дає змогу визначати боргові стратегії та оцінювати поточну ситуацію із зовнішнім боргом і моделювати операції реструктуризації боргу.

Отже, повністю відмовитися від державних запозичень країни неспроможні. Саме за цих умов важливим є прогнозування впливу можливих ризиків на структуру державного боргу. Як зазначають науковці, реальні державні витрати – це не єдине джерело невизначеності, бо на світових фінансових ринках часто складаються ситуації невизначеності відсоткових ставок. Саме тому і було побудовано двоперіодну та триперіодну моделі управління боргом з метою формування оптимальної його структури, що, в кінцевому підсумку, підтвердило зростання боргового навантаження зі зростанням ступеня невизначеності [6].

2. Боргова політика України

У формуванні та реалізації боргової політики України можна виділити такі етапи [12]:

- I-й етап – 1991–1994 рр.: безсистемне залучення зовнішніх запозичень через надання гарантій уряду, використання для фінансування бюджетного дефіциту прямих кредитів Національного банку України;
- II-й етап – 1995–1996 рр.: випуск ОВДП та розширення їхньої участі у фінансуванні дефіциту бюджету, зростання значущості зовнішніх позик у міжнародних організацій при формуванні державного боргу;
- III-й етап – 1997 р. – перша половина 1998 р.: активізація діяльності уряду на внутрішньому і зовнішньому ринках капіталу. В 1997 р. наша держава через Міністерство фінансів України для отримання комерційних позичкових коштів (у формі фідучіарних позик) вперше вийшла на міжнародний фінансовий ринок;
- IV-й етап – друга половина 1998–2000 рр.: системна боргова криза, проведення реструктуризації внутрішнього і зовнішнього боргу України. У 1999 р. державний борг становив майже 80 млрд грн.

(61% ВВП). Відношення видатків на обслуговування державного боргу до доходів державного бюджету в 1999 р. сягнуло 16% проти 6% у 1996 р.;

- V-й етап – 2001 р. – донині: перехід від антикризового управління до боргової політики, спрямованої на зменшення боргового навантаження, пошук нових джерел та форм запозичень з метою збільшення питомої ваги внутрішньої складової державного боргу.

Зовнішній борг України, динаміку якого подано в табл. 1, визначається згідно з міжнародними стандартами та являє собою загальну суму заборгованості (у вигляді основної суми та відсотків) перед нерезидентами країни за всіма чинними зобов'язаннями.

Таблиця 1.

Зовнішній борг України, млн дол. США¹

Показники	1.01.2004 р.	1.04.2004 р.	1.07.2004 р.	1.10.2004 р.	1.01.2005 р.	1.04.2005 р.	1.07.2005 р.	1.10.2005 р.	1.01.2006 р.	1.04.2006 р.	1.07.2006 р.	1.10.2006 р.
Сектор державного управління	8929	9167	9125	10091	11204	11158	11595	11640	12393	11834	11519	11521
<i>Довгострокові</i>	8929	9167	9125	10091	11204	11158	11595	11640	12393	11834	11519	11521
Боргові цінні папери	3280	3700	3728	4284	4548	4680	5114	4879	5783	5358	5119	5031
Кредити	5647	5467	5397	5807	6656	6478	6481	6761	6610	6476	6400	6490
Інші зобов'язання	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Органи грошово-кредитного регулювання	1919	1852	1755	1692	1690	1573	1415	1345	1254	1131	1083	945
<i>Короткострокові</i>	0	0	0	0	5	0	0	0	0	0	0	0
Кредити	0	0	0	0	5	0	0	0	0	0	0	0
<i>Довгострокові</i>	1919	1852	1755	1692	1685	1573	1415	1345	1254	1131	1083	945
Боргові цінні папери	10	5	5	5	0	0	0	0	0	0	0	0
Кредити	1909	1847	1750	1687	1685	1573	1415	1345	1254	1131	1083	945
Банки	1746	1762	2108	2348	2662	3295	3831	4454	6112	6748	7808	9635

¹ Складено за даними Національного банку України.

Показники	1.01.2004 р.	1.04.2004 р.	1.07.2004 р.	1.10.2004 р.	1.01.2005 р.	1.04.2005 р.	1.07.2005 р.	1.10.2005 р.	1.01.2006 р.	1.04.2006 р.	1.07.2006 р.	1.10.2006 р.
<i>Коротко-строкові</i>	1087	1124	1447	1455	1652	2001	2027	2391	3084	3306	3984	398
Інструменти грошового ринку	11	14	13	14	11	14	22	23	24	9	19	7
Кредити	720	693	699	719	858	841	906	1152	1861	2099	2828	3458
Валюта та депозити	356	417	735	722	783	1146	1099	1216	1199	1188	1137	933
<i>Довгострокові</i>	659	638	661	893	1010	1294	1804	2063	3028	3442	3824	5237
Боргові цінні папери	103	100	201	353	356	501	758	768	1232	1438	1498	1909
Кредити	375	375	379	446	566	657	741	836	1230	1301	1600	2625
Валюта та депозити	181	163	81	94	88	136	305	459	566	703	726	704
Інші сектори	10803	11426	12469	14211	14532	15360	16008	17861	18040	19186	19609	21103
<i>Коротко-строкові</i>	7928	8368	8706	8926	8783	9365	9638	9710	8980	9384	9174	9616
Кредити	363	264	427	341	471	534	637	770	634	481	628	893
Торгові кредити	5290	5737	5876	7727	7565	8115	7754	7724	7096	7902	7685	7970
Інші боргові зобов'язання	2275	2367	2403	858	747	716	1247	1216	1250	1001	861	753
<i>Довгострокові</i>	2875	3058	3763	5285	5749	5995	6370	8151	9060	9802	10435	11487
Боргові цінні папери	197	200	238	885	882	882	1026	1305	1276	1456	1460	1473
Кредити	2678	2858	3525	4400	4867	5113	5344	6846	7784	8346	8975	10014
Прямі інвестиції: міжфірмовий борг	414	426	631	622	559	510	505	737	834	896	1341	1666
Валовий зовнішній борг	23811	24633	26088	28964	30647	31896	33354	36037	38633	39795	41360	44870

Умовно заборгованість резидентів перед нерезидентами можна класифікувати:

- за секторами економіки: сектор державного управління, органи грошово-кредитного регулювання, банки, інші сектори;
- за термінами погашення: короткострокові та довгострокові;

- за фінансовими інструментами: боргові цінні папери, торгові кредити, валюта та депозити, інші боргові зобов'язання і міжфірмовий борг (зобов'язання за кредитами підприємств прямого інвестування), який не підлягає подальшій класифікації.

Рахунковою палатою України у 2006 р. було опубліковано результати аналізу внутрішніх і зовнішніх запозичень на фінансування Державного бюджету України [16], в якому визнано відсутність реального впливу запозичень на економічне зростання в країні, адже лише за останніх 5 років сформувався від'ємний баланс запозичень і витрат у сумі 15,2 млрд грн. (табл. 2).

Причиною такої ситуації є використання державних запозичень переважно на погашення наявного боргу, а не на інвестиційні цілі. Так, у 2005 р. позики на фінансування інвестиційних проектів становили лише 14% в загальній сумі зовнішніх запозичень.

Таблиця 2.

Динаміка обсягів державних запозичень та витрат з погашення обслуговування державного боргу України²

	Показники	2001	2002	2003	2004	2005	Всього
1.	Обсяг державних запозичень, млрд грн., у тому числі:	5,5	5,3	7,5	10,7	14,1	43,1
	– внутрішні запозичення	1,2	2,95	1,2	4,1	6,9	16,4
	– зовнішні запозичення	4,3	2,3	6,3	6,6	7,2	26,7
2.	Витрати на погашення і обслуговування державного боргу, млрд грн.	8,4	9,1	10,1	12,9	17,8	58,3
3.	Баланс запозичень і витрат, млрд грн.	-2,9	-3,8	-2,6	-2,2	-3,7	-15,2
4.	Темпи зростання ВВП (%)	9,2	5,2	9,6	12,1	2,6	
5.	Темпи зростання запозичень (%)	21,4	-4,4	41,5	42,7	31,8	
6.	Перевищення темпів зростання запозичень над темпами зростання ВВП	у 2,3 рази	перевищення немає	у 4,3 рази	у 3,5 рази	у 12,2 рази	

² Складено за даними Рахункової палати України.

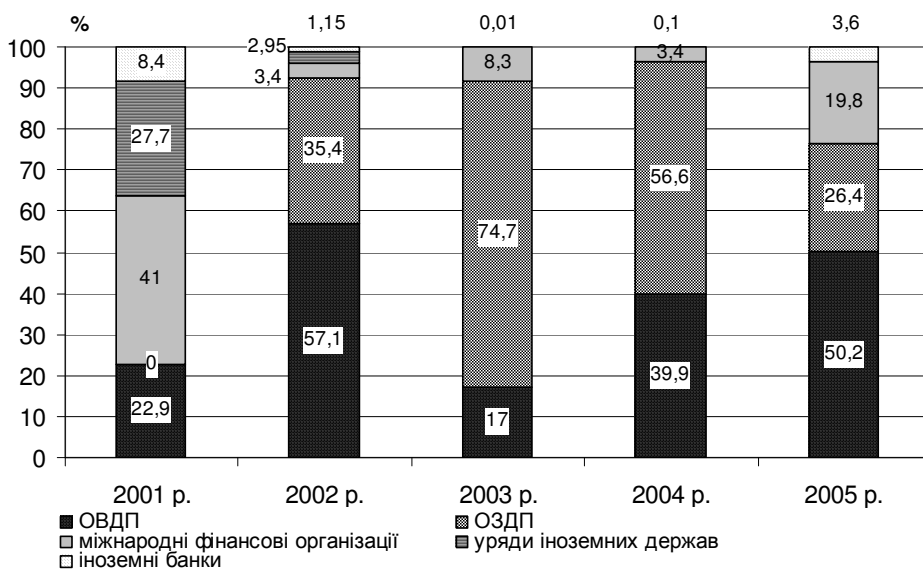
Державні запозичення можна здійснювати через емісію цінних паперів або шляхом отримання кредитів. Останнє характерне для країн, що розвиваються, адже переважно міжнародні організації при наданні фінансових ресурсів у тимчасове користування висувають свої умови, які передбачають серйозні перетворення в соціально-економічних сферах.

В Україні з 2002 р. відбувся перехід на залучення запозичень через використання облігаційної форми (її питома частка коливається в межах 76,6–96,5), водночас недостатність економічних та правових реформ і політична нестабільність суттєво зменшили надання кредитів міжнародними організаціями (з 41,0% у 2001 р. до 3,4% у 2004 р.) (рис. 1). В розрізі кредитів з ОВДП у 2005 р. помітними є частки нерезидентів (51,8%) та зберігачів (43%).

Водночас державні зобов'язання країни мають тісний зв'язок із формуванням та використанням фінансових ресурсів держави через державний бюджет. Так, з 2001 р. по 2005 р. доходи Державного бюджету України зросли у 2,65 рази (з 39726,5 млн грн. до 105191,9 млн грн.), тоді як обсяги фінансування його дефіциту в сумі запозичень та надходжень від приватизації зросли у 6,3 рази (з 5519,3 млн грн. до 34880 млн грн.), що свідчить про зростання величини боргового навантаження.

Рисунок 1.

Динаміка форм запозичень в Україні



3. Міжнародні фінансові організації в системі управління боргами

Основними кредиторами серед міжнародних організацій є Міжнародний валютний фонд та Група організацій Світового банку. Першим позичальником Міжнародного валютного фонду як однієї з інституцій Бреттон-Вудської системи стала Франція (25 млн дол.). Відтоді ця організація не лише диверсифікувала напрямки та обсяги фінансування, а й розширила співпрацю зі Світовим банком, виробила власні критерії надання кредитів, які стосуються переважно реформування бюджетно-податкової та грошово-кредитної систем. Бюджетно-податкова консолідація в країнах, які кредитує МВФ, не завжди є благом для позичальників. Незалежний відділ оцінювання МВФ, провівши аналіз діяльності МВФ, виділив такі питання, пов'язані з розробкою та проведенням цих заходів:

- надмірний оптимізм щодо відновлення зростання обсягів виробництва та інвестицій обмежує спрямованість бюджетно-податкових заходів;
- у документах за 15 програмами не обґрунтовано масштаби та темпи проведення зазначених заходів, їхній вплив на економічне зростання. Крім цього, як показує практика, з часом цільові бюджетно-податкові вимоги за програмами зазнають лібералізації, тобто початкові показники виявляються завищеними. Водночас для країн, які реалізують програми МВФ, помітними є вищі темпи економічного зростання (табл. 3);
- висунуті вимоги МВФ стосуються переважно дохідної частини бюджету, а заходи з видаткової частини у переважній більшості є короткостроковими.

До основних функцій Міжнародного валютного фонду належать: моніторинг розвитку економіки країн-членів, фінансова допомога у формі кредитів і грантів та технічна допомога, які надаються за такими сценаріями:

1. Стандартна схема, якою можуть користуватись усі країни-члени МВФ зі спільних рахунків у формі короткострокових резервних (до 18 місяців) кредитів із чотирирічним строком погашення та довгострокових кредитів за програмами на 3 три роки (термін погашення – до 7 років)³.

³ На початок 2001 р. було укладено 15 угод за резервними кредитами (сума непогашених кредитів – 17,32 млрд дол. США) та 9 угод про розширене кредитування.

Таблиця 3.

Темпи економічного зростання в країнах,
які реалізують програми МВФ [13], %

	Тенденції попереднього десятиліття	Рік, який передував початку реалізації програми	Роки реалізації програми	
			Перший	Другий
Усі програми	1,6	1,4	2,2	3,8
Країни з низьким рівнем доходів ¹	1,7	2,8	4,4	4,3
Країни з перехідною економікою ²	-2,1	-3,3	0,4	3,0
Всі інші країни ³	3,6	2,4	0,9	3,7
<i>Кризи у сфері операцій з капіталом</i>	4,8	2,9	-5,0	4,7
<i>Інші програми</i>	3,4	2,3	2,1	3,5

Примітки:

¹Середнє значення за 64 програмами з використанням механізму розширеного фінансування структурної перебудови або механізму фінансування на цілі скорочення бідності та сприяння економічному зростанню.

²Середнє значення за 34 програмами з використанням домовленостей про кредити «стенд-бай» або механізму розширеного кредитування МВФ.

³Середнє значення за 61 програмою з використанням домовленостей про кредити «стенд-бай» або механізму розширеного кредитування МВФ, 10 з яких були пов'язані з кризою у сфері операцій з капіталом.

- Пільгове кредитування. У цій схемі передбачено дві програми: Програма скорочення бідності та стимулювання (PRGE), якою користуються країни з низьким рівнем доходів, та Ініціатива надання допомоги найбіднішим країнам з важким тягарем зовнішнього боргу (НІРС). Саме остання і стала першим значним кроком до розуміння того, що надмірний зовнішній борг є пасткою для таких країн та сповільнює їхній економічний розвиток. Дослідники МВФ на базі основних показників розвитку за 1970–1999 рр. для 55 таких країн побудували модель зростання, в якій основними детермінантами зростання реального доходу на душу населення (ВВП) визначено: реальний дохід на душу населення з лагом, зростання населення, валові інвестиції у відсотках до ВВП, охоплення навчанням у середніх школах, зміни в умовах торгівлі, сальдо бюджету уряду у відсотках до ВВП, відкритість у торгівлі, всі платежі з обслуговування боргу щодо надходжень від експорту, показники розміру зовнішнього боргу. Отримані результати підтвердили вплив «боргової завіси» на економічне зростання в країнах, а її критичне значення становить

35–37% ВВП, після досягнення якого зменшується зростання доходу на душу населення, незалежно від впливу боргу на внутрішні інвестиції [10]. Однак економічні результати та статистичні дані ООН свідчать, що Україна посідає 107 місце за величиною валового національного доходу на душу населення – 1520 дол. на одну особу. Україна за цим показником значно поступається Польщі – 50 місце (7110 дол.), Росії – 67 місце (4460 дол.), Румунії – 70 місце (3830 дол.).

3. Спеціальні короткострокові програми: Кредитна лінія у разі непередбачуваних обставин (CCL), Програма компенсаційного і непередбачуваного фінансування (CFF), Програма додаткового резервного фінансування (SRF) [22].

Зовнішня допомога в світі у вигляді грантів та кредитів, які різняться між собою за ступенем фінансового навантаження, є вкрай необхідною. Так, для досягнення цілей у сфері розвитку на даному етапі, в тому числі й для подолання бідності до 2015 р., країнам-донорам на офіційну допомогу потрібно виділити 0,7% ВВП [2]. Необхідність зовнішньої допомоги зумовлена рядом чинників, серед яких можна виділити: неспроможність подолання бідності країнами, що розвиваються; відсутність достатніх джерел внутрішніх доходів, передусім у вигляді податкових надходжень; нерозвиненість або неналежний розвиток системи внутрішніх запозичень. Водночас фінансова допомога економічно розвинених країн у переважній більшості не стимулює соціально-економічний розвиток країн-реципієнтів, адже навіть за умови адресності вона не сприяє розвитку внутрішнього інституційного ефективного розподілу та перерозподілу коштів. Дослідження експертів свідчать, що збільшення загального обсягу зовнішньої допомоги призводить до зниження внутрішніх доходів країни, але збільшення обсягів кредитів з рівня 1,5% ВВП удвічі сприяє хоч і незначному, але зростанню доходів на 0,35% ВВП, тоді як гранти як форма надання «безкоштовних» ресурсів зменшують внутрішні доходи країни.

У 2006 р. обсяги фінансової допомоги, наданої Світовим банком країнам, що розвиваються, в межах 279 проектів, збільшилися до 23,6 млрд дол. США, з яких 14,1 млрд дол. були надані Міжнародним банком реконструкції і розвитку (МБРР) країнам із середнім рівнем доходу на фінансування 112 проектів, 9,5 млрд дол. – виділені у формі безвідсоткових позик та грантів Міжнародною асоціацією розвитку (МАР) найбільш бідним країнам для реалізації 167 проектів. Найбільший обсяг фінансування отримали країни Південної Америки (26% усієї суми), а найбільшими позичальниками виявилися Мексика та Бразилія [14].

4. Формування іміджу України як позичальника

Формування іміджу країни як потенційного та платоспроможного позичальника й відповідача за залученими кредитами багато в чому визначається на основі кредитних рейтингів, серед яких одним з найпопулярніших є рейтинг компанії «Standard&Poor's» (суверенні рейтинги, регіональних і місцевих органів влади, корпоративні, банків і страхових компаній, фінансових та інвестиційних компаній). Міжнародна шкала кредитного рейтингу вказує на кредитоспроможність емітента боргових зобов'язань, гаранта або поручителя, його спроможність виконувати визначені зобов'язання (від AAA – дуже висока спроможність своєчасно та повністю виконувати свої боргові зобов'язання до D – дефолт за борговими зобов'язаннями).

У звіті з кредитного рейтингу в лютому 2004 р., з огляду на економічні та галузеві ризики, Україні було присвоєно суверенний рейтинг (В/ Позитивний), який свідчить про низький рівень стандартів корпоративної зв'язаності, низьку якість управління кредитними ризиками та ризиками ліквідності. У липні 2004 р. цей індекс було змінено на В+/Стабільний, на початок 2007 р. – на ВВ/Стабільний/В (табл. 4), але, за прогнозами, існує ймовірність погіршення рейтингу. «Позитивний» свідчить про те, що рейтинг може підвищитися, «стабільний» – зміни мало ймовірні. В Україні діє національна шкала рейтингів компанії «Кредит – Рейтинг», що дає змогу визначити кредитний ризик без урахування суверенного ризику, довготерміновий і короткотерміновий кредитні рейтинги. Значення кредитних рейтингів перебуває в межах від AAA (винятково високий рівень кредитоспроможності) до D (дефолт) для довготермінових рейтингів; від K1 (дуже висока кредитоспроможність) до КД (дефолт) для короткотермінових рейтингів.

Таблиця 4.

Суверенні рейтинги окремих країн за «Standard&Poor's»

Назва емітента	В іноземній валюті/ Прогноз	В національній валюті / Прогноз	За національною шкалою
Грузія	В+/Стабільний/В	В+/Стабільний/В	
Казахстан	ВВВ/Стабільний/А-3	ВВВ+/Стабільний/А-2	kzAAA
Росія	ВВВ+/Стабільний/А-2	А-/Стабільний/А-2	ruAAA
Україна	ВВ-/Стабільний/В	ВВ/Стабільний/В	uaAA

При визначенні кредитних рейтингів використовуються додаткові позначення, які доповнюють основні, наприклад: ua – означає рейтинги, отримані за українською національною шкалою кредитних рейтингів; «+», «-» – проміжні показники рейтингу щодо основних; відкликаний – рейтинг відкликаний, якщо немає інформації для відновлення рейтингу або з інших причин; поновлюється – рейтинг у процесі поновлення, перегляду; (pi) – рейтинг, отриманий на основі використання лише публічних джерел інформації.

Водночас боргова політика, яка діє в Україні, зорієнтована винятково на вирішення тактичних завдань, не спроможна забезпечити економічне зростання, підтвердженням чого є перевищення темпів зростання запозичень, темпів зростання витрат з обслуговування і погашення державного боргу (в 2005 р. у 14,6 разу) над темпами зростання ВВП; зростання видатків на безпосереднє обслуговування державного боргу; дострокове погашення частини державного боргу за рахунок залучення нових запозичень, а не в результаті бюджетного профіциту й економічного зростання.

Недостатню розробленість нормативного забезпечення управління боргом в Україні підтверджує відсутність єдиного законодавчого акта, який би чітко визначив порядок здійснення державних запозичень, механізм утворення та управління державним боргом. Внесений на розгляд Верховної Ради України Законопроект «Про Державний борг України» так і залишився проектом, незважаючи на те, що його практична реалізація мала б суттєвий вплив на розробку стратегії вітчизняної боргової політики в частині зовнішніх запозичень.

У міжнародній практиці утвердився такий підхід до регуляторної політики країни щодо управління боргом (включно із законодавчим та інституційним забезпеченням), спрямованої на вирішення цих проблем [11]:

- 1) хто уповноважений від імені держави здійснювати запозичення;
- 2) хто уповноважений видавати державні гарантії щодо боргу, адже держава, виступаючи в ролі гаранта, фактично зобов'язана забезпечити погашення зобов'язання у разі неспроможності позичальника це зробити. В Україні, незважаючи на зростання гарантованого боргу в сумі, зменшується його відношення до ВВП (рис. 2).

Перша гарантія уряду на залучення іноземного кредиту від країн-членів Паризького клубу кредиторів була надана у 1992 р. За період 1992–1999 рр. таких гарантій було надано 140 у загальній сумі 2,6 млрд дол. США, у тому числі 9 гарантій на суму 0,2 млрд дол. було анульовано. При цьому із 77 позичальників лише 10 змогли погасити свої зобов'язання, 24 виявилися неплатоспроможними, а інші підприємства лише частково здійснили погашення. Подальший процес реструктуризації зовнішнього боргу з країнами-членами Паризького клубу виявився тривалим і болючим, а підписання Узгодженого протоколу про реструктуризацію боргу не дало очікуваних результатів, а лише пролонгувало строки повернення частини заборгованості (табл. 5);

3) якими є обмеження повноважень держави у процесі запозичень та видачі гарантій;

4) яким є процедурний механізм взяття державою боргових зобов'язань.

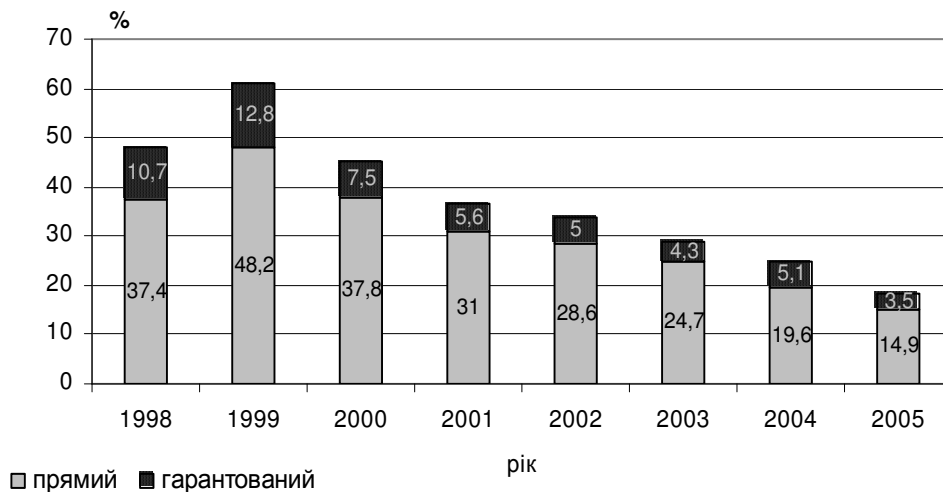
Необхідність такого підходу зумовлено шокуючими борговими кризами в ряді країн. Так, переживши і період економічного підйому до та після Другої світової війни, і військові хунти, економіка Аргентини виявилася неготовою до програм шоквої терапії (у тому числі доларизації, бездефіцитного бюджету), після впровадження яких МВФ погодився надати кредити. Така ситуація стала, певною мірою, однією з причин безнадійної боргової кризи, свідченням чого було зростання суми державного боргу з 80 млрд дол. США у 1991 р. до 171,2 млрд дол. у 2002 р. (відповідно з 47% у ВВП до 59%).

Антикризова політика Аргентини визначила Програму структурних реформ 2000–2001 рр., яка передбачала:

- реформу міжбюджетних відносин;
- зміну чинної системи пенсійного забезпечення;
- запровадження єдиної системи охорони здоров'я;
- вдосконалення системи податкового адміністрування [19].

Рисунок 2.

Динаміка відношення державного прямого та гарантованого боргу України до ВВП (на кінець року)



Таблиця 5.

Порівняльна характеристика умов реструктуризації боргу України перед Паризьким клубом [17]

Умови реструктуризації, які пропонував Уряд України	Фактичні умови, за якими проведено реструктуризацію
Період консолідації з 21.01.2000 р. до 03.09.2002 р. охоплював: <ul style="list-style-type: none"> суму основного боргу; 	Період консолідації охоплював: <ul style="list-style-type: none"> з 24.01.2000 р. до 19.12.2000 р. суму основного боргу, термін сплати якої вже настав; з 20.12.2000 р. до 03.09.2002 р. суму основного боргу, який припадає на весь цей період.
<ul style="list-style-type: none"> відсотки з обслуговування гарантованих іноземних кредитів. 	Нагромаджені відсотки з обслуговування іноземних кредитів підлягають сплаті за умовами, що передували реструктуризації. Нараховані штрафні відсотки на несплачені суми основного боргу до 19.12.2000 р.
Реструктуризації підлягають усі позики, що були надані до 31.12.1999 р.	Фактично було визначено дату до 31.12.1998 р.
Частина боргу, яка за умовами підпадала під дію угод з надання кредитів у межах, визначених Програмою офіційної допомоги розвитку, пропонувалося реструктуризувати з терміном погашення 20 років, пільговим періодом для основної суми 10 років.	Фактично весь борг реструктуризовано на 12 років з пільговим періодом 3 роки (до 2005 р.).
Частина боргу, яка не підпадала під умови Програми ОДР, пропонувалося реструктуризувати з терміном погашення 18 років, пільговим періодом 5 років.	Фактично весь борг реструктуризовано на 12 років з пільговим періодом 3 роки (до 2005 р.).
Обмін боргу на програми захисту довіклля, допомоги, на національну грошову одиницю.	Фактично відбулася тільки пролонгація заборгованості на нових умовах.

За даними рейтингового агентства «Standard&Poor's», у 2001 р. довгостроковий рейтинг Аргентини знизився до «ССС+», а до кінця року – до «СС» (у жовтні 1999 р. їй було присвоєно рейтинг «ВВ»). Водночас це спро-

вокувало прийняття рішення керівництвом країни про чергову реструктуризацію боргових зобов'язань шляхом їхнього обміну на нові зі ставкою 7% проти чинної 11%, що завершилося дефолтом. Боргова політика Аргентини (та й інших країн Південної Америки, 56% яких за період 1956–1998 рр. пережили дефолт за зовнішнім боргом) стала яскравим прикладом впливу масштабних зовнішніх запозичень на економіку країни, але варто зазначити, що її уряд не був зацікавлений у вирішенні питань погашення боргу, і лише після світової фінансової кризи наприкінці 90-х рр. ХХ ст. питання обслуговування боргу перейшло в розряд першочергових.

Аналізуючи розвиток теорій зовнішньої заборгованості, В. Корнєв зазначає: «... у 80-ті рр. з'ясувалось, що отримані позики обслуговуються погано, процентні ставки високі, терміни платежів скорочуються, багато країн, що розвиваються, підходять до межі банкрутства... Теорії зовнішньої заборгованості сконцентрувались на механізмах забезпечення платежів, які, по суті, являли собою поєднання способів примушення до платежів і заохочення країн, що виконують свої зобов'язання» [8]. Панівною макроекономічною гіпотезою у цей час було твердження про те, що країни-боржники все ж таки зможуть обслуговувати свої зобов'язання в майбутньому.

Таким чином, країни продовжували і продовжують залучати зовнішні ресурси для вирішення внутрішніх проблем. Дослідження МВФ щодо групи країн, в яких формується ринок та які розвиваються (146 країн, тобто ті, які не належать до 29 країн з розвинутою економікою), підтвердило це положення (табл. 6). За регіональною ознакою країни розподілилися таким чином: країни Африки – 48, у тому числі 45 на південь від Сахари; країни Центральної та Східної Європи – 15; Співдружності Незалежних Держав (а також Монголія, з огляду на схожі параметри розвитку) – 13; країни Азії, що розвиваються, у тому числі Індія і Китай, – 23; країни Близького Сходу – 14; країни Західної півкулі, у тому числі Бразилія й Мексика, – 33.

Неспіврозмірність суми зовнішнього боргу та тієї, яку погашають, демонструє неможливість своєчасного виконання взятих зобов'язань, що підсилюється залученням нових ресурсів, які здебільшого мають довгостроковий характер. Лідером за обсягами зовнішнього боргу серед 146 країн є представники Азії та Південної Америки; з 2003 р. помітною є тенденція зростання платежів з обслуговування боргу в країнах Центральної та Східної Європи.

Україна також не може залишатися осторонь фінансової допомоги міжнародних організацій. За весь період співробітництва з МФО Україна (за станом на 1 травня 2006 р.) отримала кредитних ресурсів на загальну суму більш ніж 11 млрд дол. США, у тому числі від МВФ – 4,41 млрд дол. (3009,83 млн спеціальних прав запозичення), МБРР – 4,3 млрд дол., МФК – 470 млн дол. США, а також від ЄБРР – близько 2,27 млрд євро, і ця заборгованість перед міжнародними організаціями має найбільшу питому вагу в зовнішньому державному борзі (табл. 7).

Таблиця 6.

**Динаміка зовнішнього боргу та його обслуговування у країнах,
в яких формується ринок та які розвиваються, млрд дол. США⁴**

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Зовнішній борг	2343,1	2549,4	2590,6	2511,8	2536,2	2605,2	2836,3	3035,2
Регіональні групи								
Африка	284,4	283,2	280,8	269,9	258,5	263,3	283,8	293,2
Центральна і Східна Європа	235,9	269,7	286,6	309,5	315,0	368,8	459,3	554,3
Співдружність Незалежних Дер- жав	199,1	222,8	218,9	198,9	194,0	192,2	238,9	279,7
Азія	659,6	695,9	693,0	656,7	663,8	665,1	696,7	746,0
Близький Схід	267,0	292,6	304,2	304,4	307,3	314,4	324,7	340,8
Західна півкуля	697,1	785,1	807,0	772,3	797,6	794,4	832,9	831,3
Платежі з обслу- говування боргу	363,2	388,3	409,7	428,7	438,9	413,1	449,9	443,3
Регіональні гру- пи								
Африка	32,8	27,7	27,2	27,8	27,8	23,1	26,8	29,4
Центральна і Східна Європа	40,9	55,0	58,0	64,7	74,5	77,0	96,0	102,4
Співдружність Незалежних Дер- жав	25,5	29,7	27,0	27,8	32,9	32,1	29,0	23,0
Азія	84,7	99,3	93,9	98,3	106,4	115,7	114,4	98,6
Близький Схід	27,1	23,9	24,0	24,0	26,7	18,4	25,8	34,2
Західна півкуля	152,3	152,8	179,6	186,0	170,5	146,8	157,9	155,6
За терміном по- гашення								
• коротко- строковий	347,4	339,3	333,0	314,7	330,1	319,3	392,6	468,6
• довгостро- ковий	1995,7	2210,0	2257,6	2197,1	2206,1	2285,9	2443,7	2566,6
За видами кре- диторів								
• офіційні	962,7	1026,1	1029,6	994,1	1006,4	1038,9	1082,4	1088,1
• банки	699,0	717,8	717,0	673,8	649,4	656,4	703,7	796,2
• інші приват- ні кредитори	681,4	805,4	844,0	843,9	880,4	909,8	1050,2	1150,9

⁴ Складено за даними World Economic Outlook 2005.

Таблиця 7.

Вартість зовнішніх боргових зобов'язань [5]

Основні групи кредиторів	Сума боргу, млрд дол. США	Питома вага в зовнішньому державному борзі, %	Вартість обслуговування, %
Міжнародні фінансові організації (МВФ, МБРР, ЄБРР, ЄС)	4,6	43	близько 3
Уряди іноземних держав	2,9	27	3,7–5,8
Комерційний борг, у тому числі:	3,14	30	7,65–11
ОЗДП 1995 р.	0,16		8,5
ОЗДП 2000 р.	2,18		10–11
ОЗДП 2003 р.	0,8		7,65

Для реформування економіки України за основними секторами в межах «Програмної системної позики» Світового банку на першому етапі реалізації було надано 250 млн дол. США позики. За період 1993–2004 рр. уклали угоди про надання позик для впровадження 28 системних проектів на суму 3521,38 млн дол. Галузевий розподіл позик Світового банку в Україні подано у табл. 8.

За час співробітництва України з Європейським банком реконструкції та розвитку в державному секторі було запроваджено 11 проектів вартістю 492,54 млн дол. та 178,1 млн євро (рис. 3).

У червні 2006 р. Постановою Кабінету Міністрів України № 844 було затверджено Стратегію співробітництва з міжнародними фінансовими організаціями на 2006–2008 рр., яка визначила загальні принципи та пріоритетні завдання співробітництва з міжнародними фінансовими організаціями та спрямована на консолідацію спільних зусиль для досягнення цілей соціального й економічного розвитку України, зокрема підвищення конкурентоспроможності економіки, забезпечення постійних темпів зростання, вирішення основних соціальних проблем та подолання бідності [15].

Отже, основними чинниками, що впливають на неефективність боргової політики України, вважаємо: нерівномірне навантаження зовнішнього боргу на економіку країни, коли приблизно в один і той самий період часу вона змушена погасити заборгованість перед кількома кредиторами; відсутність регламентованих варіантів обміну боргів, практики обміну боргів на природоохоронні заходи; низька інвестиційна спрямованість залучених коштів не лише з власної провини, а й через прорахунки кредиторів при визначенні ефективності захо-

дів, на які їх спрямовують; непрозорість процесу контролю за використанням отриманих зовнішніх ресурсів тощо.

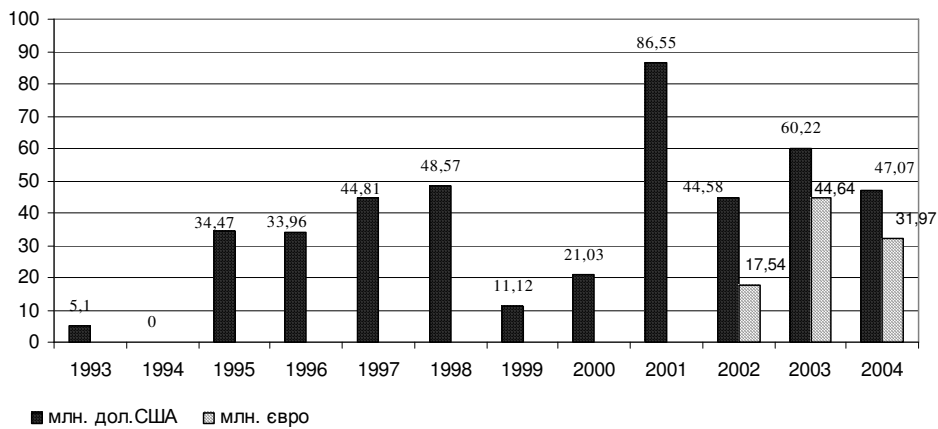
Таблиця 8.

Розподіл позик Світового банку за галузями економіки України з 1992 р.⁵

	млн дол. США
Енергетика	677
Розвиток приватного сектору	610
Економічна політика	570
Сільське господарство	332
Гірнична промисловість	316
Фінанси	300
Управління суспільним сектором	43
Постачання води та її очищення	24
Розвиток міст	17
Соціальний захист	3
Загальна сума	2 892

Рисунок 3.

Щорічний обсяг фінансування проектів ЄБРР, які реалізуються у державному секторі України⁶



⁵ Складено за даними Міністерства фінансів і Міністерства закордонних справ України.

⁶ Складено за даними Міністерства фінансів України.

У кінцевому підсумку виникає запитання: що ж дають країнам зовнішні запозичення, чому більшість з них не може розірвати ланцюг боргової залежності та орієнтуватися не лише на кредитні лінії? Залежність країн від зовнішніх джерел фінансування дає передусім відчуття неізоляваності у глобальному світі, тому, яким би важким не був тягар зовнішнього боргу, країни не спроможні відмовитися від нього з огляду на посилення взаємозалежності їхніх економік, участь у міжнародному поділі праці та розширення міжнародної кооперації.

Література

1. Барановський О. І. Фінансова безпека в Україні (методологія оцінки та механізми забезпечення): Моногр. – К.: Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2004. – 759 с.
2. Внешняя помощь: гранты или кредиты // Финансы&развитие. – 2004. – Сентябрь. – С. 46–49.
3. Геєць В. М. Нестабільність та економічне зростання. – К.: Інститут економіки прогнозування, 2000. – С. 85.
4. Замков О. О. Бюджетный дефицит, государственный долг и экономический рост // Вестник Московского Университета. Сер. 6: Экономика. – 2003. – № 2.
5. Іваненко Ю. Державний борг України в цифрах і не тільки. Чи є необхідність у його достроковому погашенні? // Вісник Національного банку України. – 2003. – № 12.
6. Ковалишин Е. А., Поманский А. Б. Влияние неопределенности на структуру государственного долга // Экономика и математические методы. – 2002. – Т. 38. – № 4. – С. 60–69.
7. Козюк В. В. Державний борг. – Тернопіль: Карт-бланш, 2002. – С. 221.
8. Корнєв В. Боргові парадокси і орієнтири державних запозичень // Економіка України. – 2000. – № 6. – С. 36–37.
9. Красс М., Цвирко С. Модель управления динамикой государственного долга // Мировая экономика и международные отношения. – 2002. – № 4. – С. 48–55.
10. Могут ли меры по облегчению бремени задолженности стимулировать экономический рост в бедных странах? // Вопросы экономики, МВФ. – 2005. – № 34.
11. Общий обзор правовых вопросов управления долгом / Учебный и научно-исследовательский институт ООН (ЮНИТАР). – Женева, 2004.

12. Особливості та пріоритети боргової політики України / А. С. Гальчинський, З. С. Варналій, В. Я. Майстришин та ін. – К.: Національний інститут стратегічних досліджень. – 2004.
13. Кенен Питер Б. Оценка деятельности МВФ. Обзор первых трех исследований недавно созданного Независимого отдела оценки // Финансы&развитие. – 2004. – Март.
14. Підтримка, надана Всесвітнім банком найбіднішим країнам по лінії MAP, досягла рекордного рівня // <http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL>
15. Постанова КМУ № 844 «Про затвердження Стратегії співробітництва з міжнародними фінансовими організаціями на 2006–2008 рр.» від 20 червня 2006 р.
16. Про результати аналізу внутрішніх і зовнішніх запозичень на фінансування Державного бюджету України / Підготовлено департаментом з питань державного боргу, міжнародної діяльності та фінансових установ і затверджено Постановою Колегії Рахункової палати № 11-1 від 27.04. 2006 р. – К.: Рахункова палата України, 2006. – Вип. 11.
17. Про результати аналізу причин та фінансових наслідків реструктуризації зовнішніх боргових зобов'язань України перед органами управління іноземних держав-членів Паризького клубу кредиторів / Підготовлено департаментом контролю державного боргу та діяльності банківських установ і затверджено Постановою Колегії Рахункової плати № 4-1 від 28.02.2003 р. – К.: Рахункова палата України, 2003. – Вип. 10.
18. Соколовский Л. Е. Финансирование бюджетного дефицита и внутренний государственный долг // Экономика и математические методы. – 1991. – Т. 27. – Вып. 2. – С. 237–307.
19. Сравнительный анализ стабилизационных программ 90-х годов / Под ред. С. Васильева. – М.: Гендальф, 2003. – 447 с.
20. Филипенко А. С. Экономическое развитие: цивилизационный поход – М.: Экономика, 2002. – С. 104.
21. Экономическая безопасность: Производство–Финансы–Банки / Под ред. В. К. Сенчагова. – М.: Финстатинформ, 1998. – С. 223.
22. Экономические перспективы // Электронный журнал Государственного департамента США. – 2001. – Т. 6. – № 1.

Стаття надійшла до редакції 1 березня 2007 р.