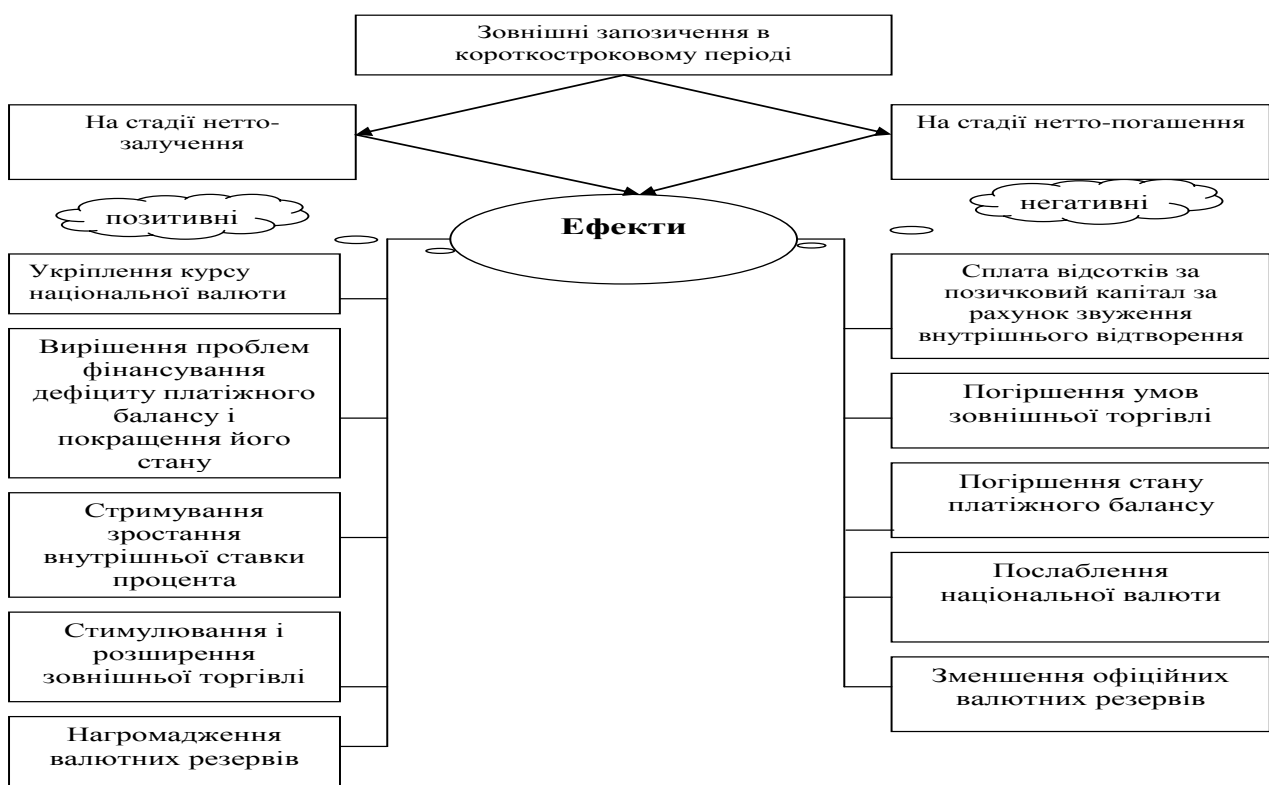


## МАКРОЕКОНОМІЧНІ ЕФЕКТИ ЗОВНІШНІХ ЗАПОЗИЧЕНЬ: ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ТА ПРАКТИЧНІ АСПЕКТИ

Зовнішній борг в умовах повноцінної ринкової економіки – багатопланове явище, що відображає як позитивні тенденції в розвитку національної економіки (швидке реформування господарства з метою його модернізації; успішне залучення і використання позикових ресурсів для розширення інвестиційної бази; покриття бюджетного дефіциту в ході масштабних соціальних перетворень), так і негативні економічні наслідки.

Зовнішні запозичення дозволяють в короткостроковому періоді вирішити проблеми фінансування дефіциту платіжного балансу, сприяють зміцненню курсу національної валюти. Зовнішні запозичення, на відміну від внутрішніх, не призводять до підвищення внутрішньої відсоткової ставки (рис. 1.).



**Рис. 1. Короткострокові ефекти залучення і погашення зовнішнього боргу.**

Однак, позитивні ефекти залучення позикових коштів спостерігаються тільки на етапі нетто-залучення позик. Стимулюючий вплив зовнішніх запозичень на етапі нетто-залучення ресурсів простежується на основі таких

макроекономічних тотожностей:

$$S-I=-dFD,$$

де  $S$  – внутрішні заощадження;

$I$  – інвестиції;

$-dFD$  – приріст чистої зовнішньої заборгованості.

Себто завдяки зовнішньому запозиченню з'являється можливість прискорити темпи зростання національного доходу країни за рахунок надходження додаткових інвестицій [1, с. 84].

$$NDI-A=-dFD,$$

де  $NDI$  – національний дохід;

$A$  – сукупні витрати;

$-dFD$  – приріст чистої зовнішньої заборгованості.

Себто зовнішня заборгованість дозволяє країні здійснювати більші сукупні витрати ніж вироблений національний дохід [1, с. 85]

Короткострокові позитивні ефекти накопичення зовнішнього боргу нівелюються у довгостроковому періоді при неефективному використанні запозичених коштів. У разі продуктивного використання запозичених коштів темпи економічного зростання підвищуються, відбувається зростання валового нагромадження, зростає рівень внутрішніх доходів та ін. Відтак вилучення ресурсів на погашення і обслуговування зовнішнього боргу у середньо- та довгостроковому періоді не справлятиме дестимулюючий вплив на економічну діяльність. Таким чином, підтверджується теза Дж. Ітона, який говорив про те, що у випадку коли граничний продукт капіталу у країні-позичальниці перевищує світові відсоткові ставки за позиками, тоді відбувається позитивний вплив на економічне зростання.

Виникнення і рівень позитивних чи негативних наслідків залучення коштів, зростання позитивних і зниження негативних наслідків, безпосередньо пов'язане з ефективністю механізму управління державним боргом, критерієм ефективності якого є здатність максимізувати позитивні ефекти зовнішнього державного запозичення і мінімізувати негативні наслідки зовнішнього боргу для країн-

рант'є. Основною ознакою неефективності механізму управління зовнішнім боргом є настання боргової кризи.

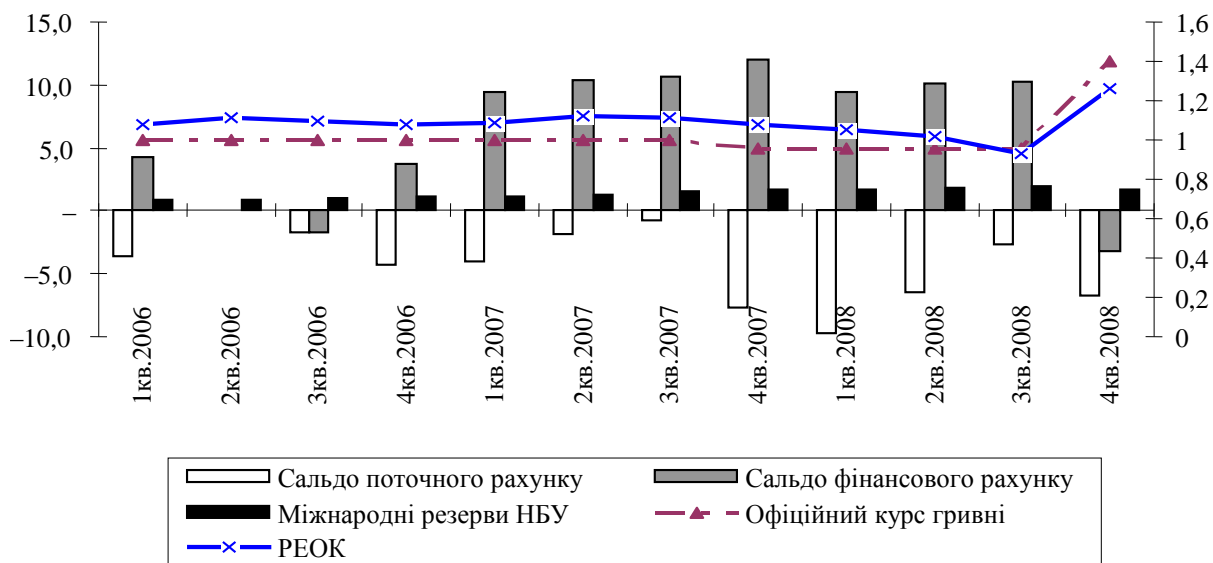
Механізмами передачі негативних імпульсів зовнішньоборгового навантаження на темпи економічного зростання в Україні у 2008 році виступали: посилення макроекономічної нестабільності і ступеня вразливості до фінансових криз, уповільнення інвестиційної діяльності, загострення бюджетних проблем, зменшення інвестиційних ресурсів економічного розвитку.

Зазначимо, що у період до 2008 р. залучення зовнішніх позик мало переважно позитивні ефекти у розвитку економіки: мобілізація закордонних заощаджень розширювала фінансовий потенціал уряду і створювала умови для фінансування додаткових споживчих витрат чи інвестиційних вкладень. Накопичення зовнішнього боргу суб'єктами економіки України викликало такі позитивні ефекти у грошово-кредитній сфері України: зниження вартості позичкового капіталу на внутрішньому ринку; розвиток національної фінансової системи; залучення довгострокових ресурсів міжнародного ринку капіталів; підвищення ліквідності боргових інструментів вітчизняних позичальників.

В Україні залучення зовнішніх державних позик понад обсяги погашення зовнішнього боргу виливалося у підвищення обмінного курсу гривні. Таким чином, залучення у значних обсягах іноземного капіталу (як державою, так і корпоративними позичальниками) стало одним із факторів погіршення торговельного балансу. Відомо, що приріст іноземних зобов'язань суб'єктів національної економіки, внаслідок виявлення ефекту зовнішніх трансфертів, стає чинником ревальвації національної валюти. РЕОК (згідно з оцінками МВФ) підвищився на 4,5% у 2006 році і на 8,2% у 2007 році, що відповідним чином відображалось на показниках цінової конкурентоспроможності національних виробників. Наростання негативного сальдо торговельного балансу в таких умовах визначало скорочення потенційних обсягів внутрішнього виробництва.

Значні коливання обмінного курсу гривні, які відзначалися протягом 2008 року, створювали значні виклики валютно-курсовій політиці НБУ. В розвитку валютної сфери упродовж 2008 року слід виділити три періоди за критерієм

домінуючих тенденцій у курсовій динаміці (рис. 2.):



**Рис. 2. Обсяги платіжного балансу і міжнародних резервів НБУ (у % від ВВП) та кумулятивна динаміка офіційного валютного курсу та РЕОК**

– січень-травень 2008 року – ревальваційний тиск;

– підвищенням курсу з 5,05 грн/дол. США до 4,85 грн/дол. США, або на 4%;

– червень-серпень 2008 – відносна курсова стабільність – курс на міжбанківському валютному ринку коливався в межах 4,6-4,85 грн/дол. США, за обсягу валютних інтервенцій 4,74 млрд. дол. США і зростання міжнародних резервів НБУ з 34 до 38 млрд. дол. США;

– вересень-грудень 2008 року – різка девальвація гривні на 52% [2,с.22].

Відтак було створено практично ідеальні умови для отримання спекулятивних курсових прибутків, що посилює взаємозалежність курсової динаміки і руху капіталів через кордони України. Так, якщо у II кварталі 2008 року сальдо статті «Помилки та упущення» сягнуло 724 млн. дол. США, а сальдо портфельних інвестицій сформувалося додатним у розмірі 129 млн. дол. США, то у III кварталі вплив капіталу за цими статтями досяг 735 млн. дол. США та 707 млн. дол. США. За суттєвого негативного сальдо торгового балансу в умовах низької конкурентоспроможності вітчизняних товарів, гальмування інноваційних процесів та модернізації виробництва, високої залежності від імпортих

енергоносіїв, неспроможності вітчизняного виробництва в повному обсязі задовольнити споживчий попит, простимульований зростаючими соціальними бюджетними видатками і банківськими кредитами, визначальним фактором стабільності гривні став рух коштів по фінансовому рахунку платіжного балансу. Відтак за II і III квартали 2008 року курс гривні формувався під впливом потужного надходження капіталу – (за 9 місяців 2008 року чистий приплив капіталу становив 14,5 млрд. дол. США, що в 1,44 разу більше, ніж торік) [2,с.23].

Зовнішні позики резидентів України і внутрішні кредити, які трансформувалися в дефіцит торговельного балансу України (через фінансування придбання імпортованих товарів і послуг), у короткостроковій перспективі мали мінімальні інфляційні наслідки, однак підвищували ймовірність фінансової кризи у середньостроковій перспективі. Від'ємне сальдо поточного рахунку платіжного балансу України збільшилося з 1,5% ВВП у 2006 році до 3,7% ВВП у 2007 році і до 7,1% ВВП у 2008 році. Суттєве збільшення у 2008 році від'ємного сальдо поточного рахунку спричинене, зростанням дефіциту товарного балансу (до 17 млрд. дол. США) та від'ємного сальдо доходів (до 1,5 млрд. дол. США) [3].

У часи фінансової дестабілізації на світових фінансових ринках надмірний рівень боргового навантаження став серйозним чинником фінансової дестабілізації і уповільнення економічного розвитку. Таким чином, відсутність дієвого контролю за станом зовнішнього корпоративного боргу та неефективне управління зовнішнім державним боргом мали своїм наслідком виникнення валютної і банківської кризи наприкінці 2008 року.

В таких умовах зовнішньоборгова ситуація в країні стала не передбачуваною. Існування значних обсягів зовнішнього боргу і погіршення перспектив його погашення змушували кредиторів зменшувати вкладення у зобов'язання уряду-позичальника, а звуження джерел рефінансування зовнішнього боргу, у свою чергу, ще більше загострювало боргові проблеми.

В зв'язку з формуванням додаткового попиту на іноземну валюту нерезидентами, які вилучали короткострокові фінансові вкладення з національної економіки, та резидентами, які змушені були виконувати власні боргові

зобов'язання при зменшенні надходження нових позик, виникав девальваційний тиск на національну валюту. Відплив валютних коштів за фінансовими операціями та скорочення надходжень від експорту товарів в умовах погіршення умов торгівлі виступали чинниками стрімкого знецінення національної валюти. За три останні місяці 2008 року гривня девальвувала на 52% відносно долара США.

Відплив іноземного капіталу з економіки України та вилучення депозитів з вітчизняної банківської системи позначалися на вартості позичкового капіталу в економіці та визначали зростання відсоткових ставок за внутрішніми кредитами. Так, якщо у вересні 2008 року середньозважена відсоткова ставка за гривневими кредитами українських банків (без урахування овердрафту) становила 16,2%, то у листопаді вона підвищилася до 22,6%.

Отже, високий рівень зовнішнього боргу чинив негативний вплив на стан економіки України і стабільність фінансової системи за такими основними напрямками:

1) проведення масштабних зовнішньоборгових виплат призводило до вилучення національних ресурсів із сфери споживання і нагромадження капіталу, що пригнічувало сукупний попит та негативно відображалось на показниках внутрішнього виробництва;

2) зростання ризикових премій у складі ціни зовнішніх позик мало своїм наслідком підвищення вартості іноземного фінансування, скорочення обсягів надходження іноземних позик та інвестицій до економіки України, а також підвищення загального рівня відсоткових ставок в економіці України;

4) вилучення ресурсів іноземної валюти для виконання зовнішньоборгових зобов'язань перед кредиторами вело до формування негативного сальдо фінансового рахунку платіжного балансу, оберталось скороченням міжнародних резервів країни, а також виступало чинником девальвації національної валюти.

Література:

1. Вахненко Т. П. Зовнішні боргові зобов'язання у системі світових фінансово-економічних відносин / Т. П. Вахненко – К.: Фенікс, 2006. – 536 с.
2. Жаліло Я. А. Економічна криза в Україні: виміри, ризики, перспективи / Я. А. Жаліло, Я. В. Белінська, С. В. Брус та ін. – К.: НІСД – 2009 – 52 с.
3. Інформація про стан платіжного балансу України у 2006-2008 рр. [Електронний ресурс]. – Режим доступу до інформації:  
[http://www.bank.gov.ua/Balance/PB/2008/State\\_2008.pdf](http://www.bank.gov.ua/Balance/PB/2008/State_2008.pdf)