

**ДЕРЖАВНА УСТАНОВА
”ІНСТИТУТ ЕКОНОМІКИ ТА ПРОГНОЗУВАННЯ
НАЦІОНАЛЬНОЇ АКАДЕМІЇ НАУК УКРАЇНИ”**

ВАХНЕНКО Тетяна Петрівна

УДК 336.273.3]:338.246

**ФОРМУВАННЯ, ЕКОНОМІЧНА РОЛЬ І
РЕГУЛЮВАННЯ ЗОВНІШНЬОГО БОРГУ**

08.00.08 – гроші, фінанси і кредит

**Автореферат
дисертації на здобуття наукового ступеня
доктора економічних наук**

Київ - 2007

Дисертацією є рукопис.

Робота виконана в ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАН України".

Науковий консультант: доктор економічних наук, професор,
академік НАН України
Геєць Валерій Михайлович,
ДУ "Інститут економіки та прогнозування
НАН України", директор.

Офіційні опоненти: доктор економічних наук, професор
Гаврилюк Олег Вікторович,
Інститут світової економіки і міжнародних відносин НАН
України, провідний науковий співробітник відділу
глобалістики, геополітики і геоekonomіки

доктор економічних наук, професор
Науменкова Світлана Валентинівна,
Київський національний університет
імені Тараса Шевченка, професор кафедри фінансів,
грошового обігу та кредиту

доктор економічних наук, професор
Опарін Валерій Михайлович,
Київський національний економічний університет
імені Вадима Гетьмана, професор кафедри фінансів

Захист відбудеться "25" вересня 2007 р. о 14.30 годині на засіданні спеціалізованої вченої ради Д 26.239.02 в ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАН України" за адресою: 01011, м. Київ, вул. Панаса Мирного, 26.

З дисертацією можна ознайомитись у бібліотеці ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАН України" за адресою: 01011, м. Київ, вул. Панаса Мирного, 26.

Автореферат розісланий "25" липня 2007 р.

Учений секретар
спеціалізованої вченої ради

Н.М. Шелудько

ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

Актуальність теми. Нарощування зовнішнього боргу має об'єктивний характер в умовах низького рівня національних заощаджень, дефіцитності державного бюджету та низької конкурентоспроможності вітчизняних виробників. Якщо указані чинники поєднуються з вадами інституційного середовища (які ведуть до неповного використання національних заощаджень в економічному кругообігу та перешкоджають повноцінному розвитку фондового ринку) і недоліками державного регулювання експорту-імпорту капіталів, накопичення зовнішньоторгових зобов'язань набуває загрозливих масштабів.

Протягом останніх років зовнішній національний борг України стрімко збільшувався, як в абсолютному, так і у відносному вимірі. За 2006 рік зовнішньоторгові зобов'язання суб'єктів вітчизняної економіки зросли на 14,7 млрд. дол., а за 2004–2006 роки – на 30,4 млрд. дол. Зовнішні позики стали вагомим джерелом фінансування інвестиційної та поточної діяльності підприємств і сприяли прискоренню темпів економічного зростання в Україні. Проте в середньостроковій перспективі швидке накопичення зовнішніх боргів може мати небезпечні наслідки для фінансової системи та реального сектора національної економіки. Руйнівні фінансові кризи, якими були охоплені Росія, Бразилія, Аргентина, Індонезія, Корея, Малайзія і Таїланд, загострили увагу до проблеми регулювання боргових операцій та визначення безпечних меж зовнішньоторгового навантаження.

У II половині XX століття представники кейнсіанського напрямку Г. Зінгер, Р. Пребіш, Р. Нурске, П. Розенштейн-Родан, А. Хіршман, Р. МакКіннон, Г. Ченері і А. Страус запропонували ряд теоретичних концепцій для обґрунтування ролі зовнішньоторгового фінансування в активізації інвестиційного процесу і пожвавленні економічної діяльності у бідних країнах. В українській економічній науці проблеми формування зовнішнього боргу та його впливу на економічний розвиток досліджувались у працях О. Барановського, А. Гальчинського, В. Геєця, О. Гаврилюка, Н. Гончарової, О. Іваницької, Б. Кваснюка, Г. Климка, В. Козюка, В. Кудряшова, С. Корабліна, І. Луніної, З. Луцишин, І. Лютого, Ю. Макогона, С. Мочерного, С. Науменкової, В. Новицького, В. Опаріна, Ю. Пахомова, Н. Рязанової, А. Румянцева, А. Філіпенка, В. Шевчука, А. Чухна та інших. Однак наявні дослідження фокусуються, в основному, на проблемах державної заборгованості, тоді як питанням формування зовнішніх боргів підприємств і банків, що породжують загрози для збалансованого розвитку фінансової системи України і посилюють її вразливість до фінансово-економічних ризиків, приділяється недостатньо уваги.

Проведені вітчизняними та зарубіжними вченими дослідження характеризуються відсутністю цілісної концепції функціонування боргових механізмів у країнах з невисоким рівнем внутрішніх доходів; недостатньо дослідженими залишаються проблеми визначення економічних принципів використання запозичених коштів, дотримання безпечних рівнів зовнішньоборгового навантаження, з'ясування внутрішніх економічних умов, необхідних для забезпечення стимулюючого впливу боргових механізмів на економічний розвиток і протидії впливові дестабілізуючих чинників внутрішнього й зовнішнього характеру.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертаційна робота виконувалася відповідно до плану науково-дослідних робіт Інституту економічного прогнозування НАН України та Інституту економіки і прогнозування НАН України за темами "Модернізація державних фінансів в умовах посилення євроінтеграційних процесів" (№ ДР 0106U009031); "Фінансова політика держави як інструмент сталого економічного зростання" (№ ДР 0103U006571); "Фінансово-бюджетна стратегія держави в перехідній економіці" (№ ДР 0100U004640). Автор одноосібно підготував такі розділи: "Роль зовнішніх запозичень у розвитку фінансової системи держави", "Зовнішньоборгова політика як фактор впливу на економічний розвиток", "Регулювання зовнішньої заборгованості держави і підприємницького сектора" (довідка №135-15/430 від 18.05.2007).

Окремі положення дисертаційної роботи використано при підготовці науково-дослідних робіт для міністерств і відомств України. Зокрема, у 2004-2006 рр. виконано такі науково-дослідні розробки на замовлення Міністерства фінансів України: "Узгодження пріоритетів бюджетної політики з концептуальними засадами стратегії соціально-економічного розвитку України" (№ ДР 0204U006247) (авторський розділ – "Обґрунтування ліміту державного боргу та визначення безпечних меж дефіциту бюджету України"); "Удосконалення прогнозування та методика складання зведеного балансу фінансових ресурсів" (№ ДР 0104U004816) (авторські розділи – "Прогнозування залучення зовнішнього позикового фінансування корпоративним сектором економіки" та "Основні підходи до прогнозування державних позик"); "Обґрунтування напрямів і механізмів підвищення ефективності управління державним боргом" (№ ДР 0105U000771) (авторський розділ – "Вдосконалення структури фінансування дефіциту Державного бюджету України"); "Міжнародний досвід розробки та застосування бюджетних стратегій" (№ ДР 0106U012189) (авторський розділ – "Стратегія боргової політики держави на 2008-2010 роки"); "Фінансово-бюджетні механізми впливу на інфляційні процеси" (№ ДР 0106U010006) (авторський розділ –

”Зовнішньоборгова політика та перспективи утримання цінової стабільності”);
”Удосконалення державної політики щодо внутрішніх і зовнішніх запозичень як складової системи макроекономічного регулювання” (№ ДР 0207U002558) (авторський розділ – ”Державний борг України: позитивні зрушення та проблемні сфери”). На замовлення Національного банку України проводилося дослідження ”Аналіз впливу експорту-імпорту фінансового капіталу на валютний ринок і банківську систему України; виявлення дестабілізуючих факторів припливу/відтоку фінансового капіталу; пропозиції щодо ефективного регулювання руху капіталу з боку центрального банку та рекомендований до використання світовий досвід” за темою ”Валютно-курсова політика Національного банку України та її вплив на макроекономічні процеси: аналіз, прогноз, рекомендації” (№ ДР 0106U002565).

Мета і завдання дослідження. *Метою* дисертації є розробка теоретико-методологічних засад формування зовнішньоборгових зобов’язань і функціонування боргових механізмів у країнах з низьким і середнім рівнем доходів та обґрунтування комплексу заходів фінансової і структурної політики держави для генерування позитивних економічних ефектів і мінімізації фінансових ризиків зовнішньоборгового фінансування.

Для досягнення визначеної мети необхідно було вирішити такі *завдання*:

- розкрити закономірності міждержавного руху позичкових капіталів і виявити рушійні сили надходження іноземних капіталів до економік країн-реципієнтів;
- розробити теоретичну концепцію функціонування зовнішньоборгових механізмів у країнах з низьким і середнім рівнем доходів, визначити потенціальні переваги та основні ризики стрімкого нарощування зовнішніх зобов’язань;
- виявити фактори низхідної динаміки цін на сировинні і промислові товари, експортовані країнами з низьким і середнім рівнем доходів;
- розкрити взаємозв’язки між недосконалою структурою експорту, погіршенням умов торгівлі та формуванням боргової залежності економіки;
- визначити галузі економіки України, які потребують активної підтримки держави, та інструменти промислової і науково-технічної політики держави для подолання цінових перекосів у сфері зовнішньоекономічного обміну;
- виявити тенденції динаміки зовнішніх боргових зобов’язань підприємств, банків і Уряду України та з’ясувати основні ризики для стабільності зовнішньоборгової позиції України;
- розробити економіко-математичні моделі темпів зростання реального ВВП, рівня інвестиційної діяльності, динаміки РЕОК гривні, обсягу грошової маси і індексу ПФТС для кількісної оцінки макроекономічних ефектів зовнішніх позик;

- з'ясувати визначальні фактори надходження іноземного позичкового капіталу до національної економіки та фактори втечі вітчизняного капіталу за кордон;
- обґрунтувати стратегічні напрями управління зовнішнім державним боргом і концептуальні засади регулювання зовнішніх корпоративних запозичень з метою оптимізації зовнішньоборгового навантаження та нівелювання загроз для стабільності фінансової системи України;
- провести факторний аналіз чинників валютного курсоутворення та запропонувати регресійні моделі валютного курсу для кількісної оцінки впливу макрофінансових чинників на рівень обмінного курсу;
- обґрунтувати пропозиції щодо вдосконалення законодавчого регулювання державної заборгованості та позичкових операцій місцевих органів влади в Україні;
- розробити комплекс заходів грошово-кредитної, бюджетно-податкової і валютно-курсової політики для протидії кризовим явищам у сфері зовнішньої заборгованості і зміцнення фінансової системи України.

Об'єктом дослідження є зовнішній національний борг України та зовнішні боргові зобов'язання країн з низьким і середнім рівнем доходів у системі світових фінансово-економічних відносин.

Предметом дослідження є закономірності і рушійні сили формування зовнішньоборгових зобов'язань, механізми їх впливу на стан національної економіки та методи регулювання боргових операцій вітчизняних позичальників.

Методи дослідження. Дослідження проводилося із використанням таких наукових методів: наукової абстракції – при визначенні тенденцій і закономірностей руху міжнародних капіталів; структурно-функціонального – при дослідженні взаємозв'язків між пропорціями зовнішньоекономічного обміну, рівнем боргового навантаження і процесами валютного курсоутворення; аналізу і синтезу – при виявленні особливостей формування зовнішнього національного боргу України; узагальнення і історичного методу – при дослідженні практики функціонування контролю за рухом капіталів; статистичних порівнянь – при з'ясуванні допустимих меж боргового навантаження; факторного аналізу – при визначенні основних чинників валютного курсоутворення та рушійних сил припливу іноземного капіталу до економіки України; економіко-математичного моделювання – при оцінці кількісного впливу зовнішніх позик на розвиток економіки та визначенні граничного розміру державного боргу.

Інформаційною базою дослідження є монографічні видання зарубіжних та вітчизняних вчених, наукові періодичні видання, законодавчі і нормативні акти України, статистичні дані Національного банку, Міністерства фінансів, Державного комітету статистики України, статистичні збірники і аналітичні

огляди МВФ і МБРР.

Наукова новизна одержаних результатів полягає у визначенні теоретико-методологічних засад формування зовнішньоборгових зобов'язань і функціонування боргових механізмів у країнах, залежних від іноземного фінансування, у розробці комплексу економіко-математичних моделей для визначення макрофінансових ефектів і факторів залучення зовнішніх позик суб'єктами економіки України, в обґрунтуванні цільової спрямованості і важелів структурної та фінансової політики держави, застосування яких є необхідним для забезпечення позитивного впливу зовнішніх позик на розвиток національної економіки і створення умов для довгострокової фінансової стабільності. Основні положення, що формують наукову новизну дослідження, полягають у наступному:

уперше:

розроблено теоретичну концепцію функціонування зовнішньоборгових механізмів у країнах з низьким і середнім рівнем доходів, стрижневими елементами якої є алгоритм стимулюючого і деструктивного впливу боргових процесів на розвиток економіки країни-позичальниці та економічні критерії для розрізнення впливу зовнішніх запозичень на темпи економічного зростання;

запропоновано структурно-функціональну модель фінансово-економічних відносин країн з низьким і середнім рівнем доходів з економічно розвинутими країнами, яка відображає причинно-наслідкові зв'язки між нееквівалентністю зовнішньоекономічного обміну, заниженим обмінним курсом національних валют і накопиченням значного обсягу зовнішньоборгових зобов'язань у країнах першої групи;

розроблено інструментарій визначення граничного рівня державного боргу для уряду, який не має стабільного доступу до зовнішнього фінансування; з використанням виявлених залежностей між відносним розміром державного боргу та ймовірністю настання суверенного дефолту обґрунтовано необхідність зниження ліміту державного боргу України;

удосконалено:

методичний підхід до оцінки адекватності структури українського експорту завданням техніко-економічного розвитку країни, який ґрунтується на дослідженні інтенсивності конкурентної боротьби на відповідних сегментах світового ринку, перспектив зростання попиту на експортовану продукцію та належності галузей національної спеціалізації до прогресивних технологічних укладів;

перелік пріоритетів промислової та науково-технічної політики держави (інформаційні технології; електронні пристрої та лазерна техніка; нові матеріали і хімічні продукти; електрообладнання; авіаційна техніка і залізничний транспорт) з

визначенням конкретних інструментів їх реалізації для подолання перекосів у структурі національного експорту, підвищення доходності зовнішньо-економічних операцій та послаблення боргової залежності економіки України;

дістали подальшого розвитку:

обґрунтування потенціальних переваг (розширення бази кредиторів, залучення довгострокових фінансових ресурсів, зниження вартості позикового капіталу, підвищення ліквідності фінансових інструментів, тощо) та фінансових ризиків (кредитних, відсоткових, валютних, ризиків рефінансування боргу) інтеграції суб'єктів національної економіки до системи міжнародних кредитних відносин, а також визначення основних тенденцій і закономірностей міждержавного руху позикових капіталів, які вказують на необхідність запровадження контролю за станом зовнішнього корпоративного боргу та посилення пруденційного регулювання;

виявлення чинників погіршення умов торгівлі довготривалої дії для країн з низьким і середнім рівнем доходів: висока конкуренція на світовому ринку матеріало- і трудомісткої продукції, низький технологічний рівень експортованої продукції та відсутність інноваційної ренти у складі її ціни, слабка динаміка попиту на дану продукцію в економічно розвинутих країнах;

визначення структурних і монетарних факторів валютного курсоутворення (за результатами регресійно-кореляційного аналізу, найвагомішими серед них є рівень середньодушових доходів, розмір зовнішнього національного боргу і сальдо поточного рахунку платіжного балансу) та розробка економіко-математичних моделей валютного курсу для оцінки кількісного впливу зовнішньоборгового навантаження на рівень валютних курсів;

розкриття особливостей формування зовнішнього національного боргу та виявлення проблемних сфер функціонування боргових механізмів у вітчизняній економіці: перевищення зовнішнім боргом критичного рівня, існування високої частки короткострокової заборгованості, формування надмірного обсягу валютних пасивів у підприємств і банків України;

моделювання економічних процесів для з'ясування визначальних факторів надходження іноземного капіталу до національної економіки (підтверджено наявність тісного кореляційного зв'язку між обсягами залучення зовнішніх позик і темпами зростання реального ВВП України, динамікою експортних надходжень, зміною індексу РЕОК гривні, накопиченням міжнародних резервів, темпами інфляції, обсягами промислового виробництва і рівнем відсоткових ставок в економічно розвинутих країнах);

оцінка кількісного впливу приросту зовнішніх активів і зобов'язань суб'єктів

вітчизняної економіки на основні показники розвитку реального сектора і фінансової системи України: зростання реального ВВП та інвестицій в основний капітал, динаміку РЕОК гривні та індексу ПФТС, коливання обсягів грошової маси і прискорення інфляційних процесів;

обґрунтування напрямів удосконалення законодавчого регулювання боргових операцій Уряду і місцевих органів влади в Україні: зниження ліміту державного боргу до 35% ВВП; обмеження місцевого боргу рівнем 10% річних доходів місцевого бюджету; прикріплення місцевих позик до інвестиційних проектів, забезпечених доходними джерелами; чіткої регламентації процедур врегулювання боргових вимог кредиторів місцевих органів;

визначення концептуальних засад управління зовнішніми запозиченнями держави та корпоративного сектора економіки в Україні з метою забезпечення їх стимулюючого впливу на економічний розвиток і створення умов для довгострокової фінансової стабільності; при цьому особливий наголос зроблено на необхідності обмеження умовних зобов'язань держави (гарантій Уряду і заборгованості державних підприємств), утримання помірних обсягів дефіциту бюджету і застосування непрямих методів регулювання зовнішнього боргу банківських установ: поширення нормативів обов'язкового резервування на ресурси, залучені за кордоном, підвищення коефіцієнтів резервування при формуванні банками резервів на відшкодування можливих втрат по кредитних операціях в іноземній валюті;

обґрунтування заходів фінансової політики держави для утримання стабільної боргової позиції України та уникнення валютно-фінансових потрясінь – посилення гнучкості курсового режиму, рефінансування НБУ довгострокових кредитів комерційних банків, підвищення норм ліквідності та платоспроможності банків, збільшення міжнародних резервів до рівня, достатнього для покриття зовнішньоборгових зобов'язань резидентів України впродовж року, застосування ринкових інструментів реструктуризації боргу.

Практичне значення одержаних результатів. Основні положення, висновки та рекомендації дисертаційної роботи мають практичне значення для вироблення політики зовнішніх запозичень і регулювання зовнішньої заборгованості держави та корпоративного сектора в Україні. Запропоновані теоретико-методологічні підходи було використано при підготовці 54 доповідних записок, наукових доповідей та інших документів, які надсилалися Інститутом до органів державної влади України (довідка №135-15/429 від 18.05.2007). Зважаючи на актуальність порушених проблем та практичну значущість наданих пропозицій, Інститут отримав позитивні відгуки на вказані документи (підготовані дисертантом

одноосібно чи у співавторстві) від посадових осіб Міністерства економіки України (вих. №36-35/884 від 20.10.2003, №10-12/1659 від 13.09.2005, №49-35/76 від 31.05.2006, №49-34/123 від 20.09.2006), Адміністрації Президента України (вих. №10-08/2292 від 15.11.2004, №10-08/2408 від 28.12.2004, №10-08/342 від 19.02.2004, №10-08/1848 від 06.09.2004, №10-08/968 від 17.05.2004), Секретаріату Президента України (вих. №10-12/1659 від 13.09.2005, №11-26/327 від 02.11.2005), Національного банку України (вих. №13-420/2255-5109 від 19.05.2005, №13-420/6185 від 29.11.2005 і №13-410/736 від 24.02.2006), Міністерства фінансів України (вих. №31-01080-02-17/20924 від 06.10.2006), Ради національної безпеки та оборони України (вих. №6/10-4319-6-2 від 16.11.2006).

Викладені у дисертаційній роботі рекомендації були використані при підготовці Послання Президента України до Верховної Ради на 2001 рік (довідка Радника Президента України №4/1-04/102 від 22.01.2001). Матеріали наукової доповіді "Бюджетно-податкова та боргова політика України у 2004 році: напрями удосконалення" використано Міністерством економіки України при підготовці пропозицій і зауважень до проекту Державного бюджету України на 2004 рік (довідка №36-35/884 від 20.10.2003). Методична розробка "Розрахунки мінімально допустимого та оптимального рівнів міжнародних резервів України" і дослідження "Зовнішні зобов'язання підприємницького сектору України: проблеми та можливі засоби їх розв'язання" дістали практичне застосування у роботі Департаменту валютного регулювання Національного банку України (довідки про впровадження №13-425/1706 від 08.05.2007 та №13-420/6185 від 29.11.2005). Зауваження і пропозиції до проекту Закону України "Про місцеві запозичення і місцеві гарантії" використані Міністерством фінансів України при доопрацюванні законопроекту (довідка №31-01080-02-17/20924 від 06.10.2006). Матеріали наукової доповіді дисертанта впроваджені у навчальний процес Полтавського інституту споживчої кооперації та використовуються при викладанні дисциплін "Фінанси", "Міжнародні фінанси", "Бюджетна система" (довідка №01-29/07 від 28.02.2005).

Особистий внесок здобувача. Наукові положення, висновки і пропозиції, які виносяться на захист, одержані автором дисертації самостійно.

Апробація результатів дослідження. Основні теоретичні та методичні результати дослідження доповідалися на конференціях і "круглих столах": засіданні Президії НАН України 27 жовтня 2004 р.; науково-практичній конференції "Державна стратегія управління місцевим та регіональним розвитком: форми, методи та актуальні проблеми реалізації" (м. Одеса, 2004 р.); "круглому столі" "Боргова політика України: стан, проблеми та перспективи" (м. Київ, 2004

р.); науково-практичній конференції "Фінансова система України: становлення та розвиток" (м. Острог, 2005 р.); міжнародній науково-практичній конференції "Фінансово-кредитне стимулювання економічного зростання" (м. Луцьк, 2005 р.); науково-практичній конференції "Фінансова система України: становлення та розвиток" (м. Острог, 2006 р.); IV всеукраїнській науково-практичній конференції молодих вчених "Сучасні проблеми соціально-економічного розвитку України" (м. Дніпропетровськ, 2006 р.); науково-практичній конференції "Теорія та практика державного управління в умовах євроінтеграції" (м. Луцьк, 2006 р.); міжнародній науково-практичній конференції "Організаційні та економічні проблеми розвитку муніципальних утворень" (м. Тернопіль, 2006 р.).

Публікації. Основні положення дисертації опубліковано в 41 науковій праці загальним обсягом 60,5 др. арк., що належать безпосередньо автору. Публікації автора складаються з 1 одноосібної монографії обсягом 29,8 др. арк., індивідуальних розділів у 4 колективних монографіях та 4 наукових доповідях, 26 статей у фахових наукових виданнях, 6 публікацій матеріалів і тез науково-практичних конференцій.

Структура і обсяг дисертації. Дисертація складається із вступу, п'яти розділів, висновків і списку використаних джерел. Робота викладена на 449 сторінках; вона містить 47 таблиць і 9 рисунків. Список використаних літературних джерел включає 335 найменувань і займає 24 сторінки.

ОСНОВНИЙ ЗМІСТ ДИСЕРТАЦІЇ

У розділі 1 "**Теоретико-методологічні засади формування зовнішньої заборгованості та функціонування боргових механізмів у країнах з низьким і середнім рівнем доходів**" висвітлено роль міжнародного кредиту у світовій валютно-фінансовій системі, розкрито потенціальні переваги й ризики фінансової інтеграції, з'ясовано основні тенденції та закономірності міждержавного руху приватних капіталів, визначено соціально-економічні фактори накопичення зовнішнього боргу, запропоновано власну концепцію функціонування зовнішньоборгових механізмів у країнах з низьким і середнім рівнем доходів.

В останні десятиріччя міжнародний кредит почав відігравати важливу роль у системі світових валютно-фінансових відносин. З точки зору теорії інтеграція національної економіки до системи міжнародних кредитних відносин дає вагомий позитивні результати: примноження внутрішніх заощаджень, зниження вартості позикового капіталу та розвиток національних фінансових інститутів сприяють активізації економічної діяльності, а розширення кола кредиторів та інвесторів, отримання доступу до довгострокових фінансових ресурсів і підвищення

ліквідності фінансових інструментів створюють умови для розширеного відтворення основного капіталу. Проте результати численних емпіричних досліджень вказують на відсутність чітко визначеного позитивного впливу міжнародного кредитування на темпи економічного зростання країни-реципієнта. Це зумовлено тим, що в деяких випадках зовнішні запозичення виступають чинником фінансової дестабілізації. Припинення надходження іноземного капіталу під впливом зовнішніх факторів породжує кризи ліквідності та змушує вдаватися до девальвацій, а різкі зміни обмінного курсу, в свою чергу, загострюють боргові проблеми і зазвичай підводять позичальників до дефолтів. Зростання відсоткових ставок по позиках, стримування інвестиційної діяльності у країні, посилення макроекономічної нестабільності, вилучення ресурсів із сфер внутрішнього споживання та інвестування, які є неодмінними атрибутами високого зовнішньоборгового навантаження, пригнічують економічне зростання у країнах-позичальницях.

З кінця 1990-х років країни з низьким і середнім рівнем доходів, усвідомивши нестабільність і руйнівний вплив зовнішньоборгового фінансування, більшою мірою почали орієнтуватися на ресурси внутрішнього ринку позикових капіталів. У 1999-2002 роки темпи скорочення їх реальних зовнішньоборгових зобов'язань становили в середньому 3,2% на рік. Заміщення зовнішніх позик внутрішніми було викликано проведенням урядами і корпораціями цих країн цілеспрямованої політики з тим, щоб убезпечитися від негативних наслідків переливів міжнародних капіталів. У цілому в останні роки у сфері міждержавного руху капіталів домінуючими стали такі тенденції: зростання ролі приватного сектора економіки у наданні та залученні позикових коштів; зміна структури зовнішнього фінансування у напрямі підвищення частки прямих і портфельних інвестицій, а також зниження частки банківських кредитів; послаблення ролі офіційного фінансування та поступове погашення боргів двох- і багатостороннім кредиторам; нерівномірне надходження зовнішнього фінансування у територіальному вимірі; перетворення країн з середнім рівнем доходів на світових експортерів капіталу.

Активізація участі приватних позичальників в операціях міжнародного ринку капіталів стала фактором посилення нестабільності світової фінансової системи. Іноземний капітал у багатьох випадках ставав джерелом фінансування кредитного буму на внутрішньому ринку, який супроводжувався прийманням надмірних ризиків банківськими установами. Стрімке накопичення зовнішніх боргів нефінансовими підприємствами посилювало їх вразливість до дії несприятливих чинників зовнішнього і внутрішнього характеру. В таких умовах банкрутство однієї або кількох великих компаній, як правило, викликало ланцюгову реакцію

дестабілізації фондового ринку та припинення надходження іноземного капіталу, а девальвація національної валюти підводила економіку до фінансової кризи.

Соціально-економічні фактори, що змушують бідні країни вдаватися до масштабного залучення зовнішніх позик, найбільш комплексно проаналізовано кейнсіанцями у рамках концепцій "зачарованого кола бідності", "великого поштовху" і моделей "зростання з двома дефіцитами". Розробники цих концепцій показали, що недостатність капіталу для проведення структурних перетворень і активізації економічної діяльності є вагомим обмежувальним фактором для підвищення темпів економічного зростання. На їх думку, зовнішні ін'єкції мають відіграти провідну роль при переході бідних країн на шлях сталого економічного зростання. Однак, за результатами проведеного дослідження, зазначені теоретичні концепції не позбавлені ряду теоретико-методологічних недоліків: їх розробники недооцінювали роль внутрішніх ресурсів, що виливалося у завищення фінансових потреб у зовнішній допомозі і призводило до стрімкого наростання зовнішніх боргових зобов'язань; поза увагою залишилися проблеми, пов'язані з обслуговуванням накопичених боргів; основну увагу було зосереджено на з'ясуванні ролі офіційного фінансування, яке в умовах фінансової глобалізації відходить на задній план у справі фінансового забезпечення країн з невисоким рівнем доходів; моделі в неявному вигляді спиралися на допущення про інвестиційну спрямованість зовнішніх позик, що не завжди справджувалося на практиці; розробники даних моделей ігнорували вплив зовнішньої заборгованості на стабільність макроекономічного середовища.

Для подолання вказаних недоліків у роботі запропоновано власну концепцію функціонування зовнішньоборгових механізмів у країнах з низьким і середнім рівнем доходів, теоретико-логічна побудова якої має такий вигляд: на обсяги залучення зовнішніх позик визначальний вплив справляють досконалість ринкових інститутів, якість нагромадженого людського капіталу, адекватність економічної політики цілям розвитку і стабільність макроекономічного середовища. До досягнення зовнішнім боргом критичного рівня стимулюючий вплив зовнішніх позик на економічне зростання реалізується за умови їх продуктивного використання (перевищення доходності інвестицій, фінансованих позиками, над рівнем відсоткових ставок по позиках). У такому випадку активізація інвестиційної діяльності, досягнення позитивних структурних зрушень в економіці та підвищення якості людського капіталу виступають рушійними силами піднесення економічної активності і зростання внутрішніх доходів. Коли ж доходність операцій, фінансованих з боргових джерел, є нижчою від рівня відсоткових ставок внаслідок споживчого спрямування позик або фінансування

збиткових капіталовкладень, то вплив зовнішньоборгових операцій на економічне зростання є негативним. Стимулюючий вплив зовнішнього фінансування реалізується лише на етапі нетто-залучення позик, тоді як витрати на обслуговування боргу спрацьовують у протилежному напрямі.

Таким чином, при аналізі здобутків і втрат від накопичення боргових зобов'язань (до досягнення зовнішнім боргом критичного рівня) центральним питанням є визначення економічного ефекту від вкладення запозичених коштів і співвіднесення доходності цих вкладень з витратами на обслуговування боргу. В умовах надмірного зовнішньоборгового навантаження проблема розрахунку доходності інвестицій втрачає свою пріоритетну роль, оскільки втрати від скорочення випуску і дестабілізації фінансової системи при втягуванні до ланцюга фінансових криз перевищуватимуть доходи від економічних операцій, фінансованих позиками. При накопиченні значних обсягів зовнішньої заборгованості підвищуються кредитні та валютні ризики зовнішньоборгових операцій, зростає також вразливість до ризиків рефінансування боргу, що підвищує ймовірність виникнення руйнівних фінансових криз. Зростання відсоткових ставок в економіці, пригнічення інвестиційної діяльності та посилення макроекономічної нестабільності слугують чинниками деструктивного впливу боргових процесів на економічний розвиток. Отже, при помірних обсягах зовнішньої заборгованості та забезпеченні продуктивного використання запозичених коштів зовнішні позики можуть стати вагомим джерелом прискорення темпів економічного розвитку. Якщо ж критичний рівень боргу вже перевищено, то єдиним пріоритетом боргової політики держави повинне виступати скорочення зовнішньоборгового навантаження, оскільки нетто-доходність операцій, фінансованих позиками, у будь-якому випадку виявиться негативною.

У розділі 2 **”Міжнародна система цінових диспаритетів та її роль у накопиченні зовнішнього боргу”** проаналізовано один з фундаментальних чинників формування дефіциту фінансових ресурсів і відтворення боргової залежності країн з низьким і середнім рівнем доходів – нееквівалентність зовнішньої торгівлі, узагальнено підходи теоретичних шкіл до проблем ринкового ціноутворення, досліджено моделі ціноутворення на різних типах ринків, визначено фактори низхідної динаміки цін на сировинні та промислові товари, експортовані бідними країнами, розроблено структурно-функціональну модель світових фінансово-економічних відносин у сферах зовнішньо-економічного обміну, валютного курсоутворення та міжнародного кредитування.

На сучасному етапі істотний вплив на рівень світових цін справляють ступінь конкурентності ринків і поширення новітніх технологій. З огляду на те, що

більшість сировинних і продовольчих товарів виробляються за умов конкурентного середовища, а ринки таких товарів (крім палива) характеризуються хронічно надлишковою пропозицією, відносні ціни на сировинні товари у довгостроковому періоді мають тенденцію до зниження. Ціни ж на товари обробної промисловості, вироблені з використанням високих технологій, встановлюються на основі зростаючих витрат виробництва в умовах олігополістичної структури ринку і включають інноваційну ренту при постачанні на ринок принципово нових продуктів. “Ножиці цін” на сировинну та низькотехнологічну продукцію, експортовану бідними країнами, з одного боку, і на високотехнологічну продукцію, що виробляється ТНК походженням з розвинутих країн, – з іншого, стають причиною нееквівалентності зовнішньої торгівлі для країн з низьким і середнім рівнем доходів. Унаслідок такої нееквівалентності ці країни потрапляють у своєрідне ”зачароване коло”: низька доходність зовнішньоторговельних операцій – низький рівень інвестицій – неможливість модернізації виробничої бази – спеціалізація на виробництві сировинної та низькотехнологічної продукції – низька доходність зовнішньо-торговельних операцій. Зниження реальних цін на експортовану продукцію перешкоджає нагромадженню фінансових ресурсів, достатніх для фінансування масштабних інвестицій і соціальних потреб населення, та провокує перманентну залежність національних фінансових систем від залучення іноземних капіталів.

Запропонована структурно-функціональна модель фінансово-економічних відносин між економічно розвинутими країнами і країнами з невисоким рівнем доходів пояснює динамічні взаємозв'язки між ціновими диспаритетами на світовому ринку, борговою залежністю та валютними курсами (див. рис.). Згідно з базовими передумовами моделі, цінові перекося між групами країн породжуються як заниженням обмінного курсу у бідних країнах, так і факторами міжнародного попиту і пропозиції на експортовані товари. На світових ринках, внаслідок значних потреб в іноземній валюті та наявності проблем безробіття у країнах з низьким і середнім рівнем доходів, спостерігається надмірна пропозиція експортованих ними товарів. Надлишок пропозиції постійно тисне на ціни, внаслідок чого реальні ціни на сировинні товари і готові вироби, на виробництві яких спеціалізуються такі країни, знижуються.

Причиною цінових перекося для бідних країн виступає також недооцінка їх національних валют: низький обмінний курс створює сприятливі можливості для зниження експортних цін у валюті споживання; водночас ціни на імпортовану продукцію у валюті країни-виробника не підлягають істотним змінам. За таких

обставин у країні із заниженим обмінним курсом погіршуються умови торгівлі, що, у свою чергу, веде до недооцінки її національної валюти і спричиняє формування боргової залежності від розвинутих країн. Крім того, високе зовнішньоторгове навантаження постійно тисне на обмінний курс валюти у бік зниження. Таким чином, за результатами проведеного дослідження, проблеми недооцінки національної валюти у країнах з невисоким рівнем доходів, нееквівалентного зовнішньоекономічного обміну і високого зовнішньоторгового навантаження демонструють тісну взаємозалежність.

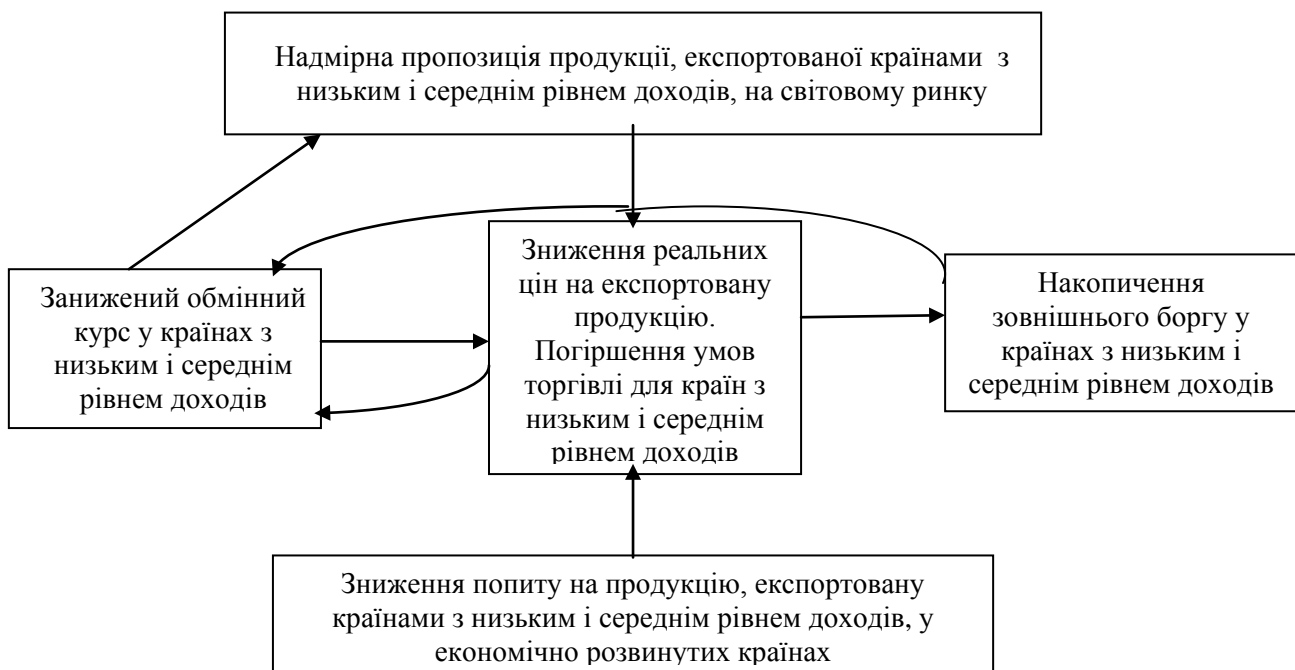


Рис. Структурно-функціональна модель взаємозв'язків між ціновими диспаритетами на світовому ринку, борговою залежністю та валютними курсами у країнах з низьким і середнім рівнем доходів.

Для розширення фінансового потенціалу та подолання проблеми нееквівалентного зовнішньоекономічного обміну надзвичайно важливу роль відіграє стимулювання випереджаючого розвитку виробництв нових технологічних укладів. В економіці України ринкові механізми не продукують належних стимулів до прискореного розвитку галузей, які визначають перспективи повноправної інтеграції економіки України до світового господарства. Найвагомішими структурними дисбалансами національної інноваційної системи є низька інноваційна активність підприємницького сектора економіки; розпорошеність державного фінансування НДДКР і відсутність чітких пріоритетів техніко-економічного розвитку країни; слабкий розвиток малого інноваційного бізнесу; низький рівень розвитку науково-технічної інфраструктури. Певну роль у нагромадженні кризових явищ у сфері інноваційної

діяльності в Україні відіграла і політика штучного заниження вартості національної валюти: у ринковій економіці стимулами до інновацій виступають скорочення виробничих витрат і здобуття конкурентних переваг на ринку при зменшенні прибутковості традиційних виробництв, однак в Україні саме традиційні виробництва дають найбільший прибуток, оскільки для експортерів вартість вхідних матеріалів і робочої сили штучно занижується; в таких умовах ринкові сигнали направляють вільний капітал до експортоорієнтованих, а не до високотехнологічних галузей економіки.

У структурі вітчизняного експорту домінує продукція базових галузей з низьким вмістом доданої вартості, що є відображенням відсутності дійових державних заходів, націлених на стимулювання розвитку нових виробництв і галузей. Інтенсивна міжнародна конкуренція на ринках традиційних товарів українського експорту, їх недостатньо високий технологічний рівень, слабкий динамізм попиту на продукцію українського експорту в економічно розвинутих країнах спричинять зниження реальних цін на дану продукцію у довгостроковому періоді. Розглянуті цінові чинники, а також поступова втрата Україною своїх конкурентних переваг, пов'язаних з низькою вартістю енергоресурсів, мізерною ціною робочої сили та "проїданням" основного капіталу, успадкованого від СРСР, зумовлюють необхідність освоєння нашою країною нових сегментів світового ринку і розширення номенклатури національного експорту.

При визначенні пріоритетних напрямів інтеграції України до світового господарства слід враховувати, насамперед, інтенсивність конкурентної боротьби на різних сегментах світового ринку та перспективи зростання зовнішнього попиту на відповідну продукцію. Адже розширення експорту продукції, світовий попит на яку стрімко зростає, сприятиме підвищенню доходності зовнішньоекономічних операцій та динамічному зростанню національної економіки. Експерти ЮНКТАД виділяють такі групи динамічних продуктів: електронна продукція та електричні прилади; медичні інструменти і фармацевтична продукція; деякі види текстильної продукції і одягу (коди СМТК 61, 65, 84); окремі види продовольчих товарів (крупни, шоколад, безалкогольні напої).

Встановлено, що реакція національних експортерів на сплески зовнішнього попиту є незадовільною (якщо в загальному світовому експорті частка експорту 20 найбільш динамічних продуктів становить 22,6%, то в експорті товарів з України – всього 2,5%). Щоб вирішити завдання ефективної участі суб'єктів вітчизняної економіки у системі світогосподарських зв'язків, державна науково-технологічна політика повинна мати селективний характер: тільки концентрація економічних

ресурсів на пріоритетних напрямках інноваційної діяльності дозволить забезпечити випереджаючий розвиток наукомістких галузей української економіки. Особливої актуальності набувають завдання розвитку сектора інформаційних технологій та електронно-промислового комплексу, що виконують роль базису для впровадження нових технологій і модернізації активної частини основних фондів у всіх галузях економіки.

У розділі 3 **”Валютний курс у країнах з низьким і середнім рівнем доходів та вплив боргових процесів на його динаміку”** розглянуто теоретичні моделі й концепції формування валютних курсів, проаналізовано чинники валютного курсоутворення, розроблено економіко-математичні моделі валютного курсу, встановлено кількісні взаємозалежності між розміром зовнішнього боргу та динамікою валютного курсу, а також запропоновано ряд заходів щодо вдосконалення валютно-курсової політики в Україні. При цьому основну увагу приділено з’ясуванню фінансово-економічних ефектів утворення і погашення зовнішнього боргу у сфері валютного курсоутворення.

За результатами теоретичного аналізу та емпіричних досліджень, на динаміку реального обмінного курсу (РОК) гривні впливають як монетарні, так і структурні фактори. При цьому структурні чинники є відносно важливішими при поясненні довго- та середньострокової поведінки РОК, а монетарні чинники – при поясненні його короткострокової нестабільності. Серед структурних факторів вагому роль відіграють темпи зростання ВВП, продуктивність факторів виробництва, зміна умов торгівлі, ступінь відкритості національної економіки, обсяги зовнішньої заборгованості країни, рівень внутрішніх відсоткових ставок і розмір державних видатків; а серед монетарних – темпи інфляції, розширення грошової маси, зміна рівня нетто-міжнародних резервів.

Для оцінки кількісного впливу зовнішньоборгового навантаження на рівень валютного курсу було розроблено економіко-математичні моделі, за коефіцієнтами яких визначено: збільшення розміру зовнішнього боргу країни на 10% ВВП спричиняє зниження РОК гривні та падіння рівня відносних цін на 0,4-0,55 в. п. Результати проведеного емпіричного дослідження підтвердили, що високий рівень зовнішнього боргу є одним з факторів формування заниженого обмінного курсу у країнах з низьким і середнім рівнем доходів: необхідність виконання зовнішніх зобов’язань істотно підвищує попит на іноземну валюту, що справляє знижувальний вплив на курс національної валюти. Крім того, при недостатності надходжень від експорту для фінансування імпорتنих операцій та обслуговування зовнішнього боргу Уряд змушений вдаватися до девальвації національної валюти. Недооцінка обмінних курсів валют порівняно з їх ПКС, у

свою чергу, веде до надмірного розростання експортного сектора, надлишкових обсягів пропозиції експортованої продукції на світових ринках, погіршення умов торгівлі і спонукає ці країни до подальшого нарощування зовнішніх боргів.

При виробленні рекомендацій щодо вдосконалення валютно-курсової політики в Україні ми виходили з того, що стрімке нарощування імпорту та погіршення торговельного балансу України вимагають застосування інструментів підтримки конкурентоспроможності вітчизняних виробників, проте в умовах, коли співвідношення номінального обмінного курсу та ПКС і так знаходиться на доволі низькому рівні, подальше зниження РОК викликатиме скорочення внутрішнього попиту, зумовлюватиме посилення нееквівалентності зовнішньої торгівлі та спотворюватиме цінові сигнали для ринкових суб'єктів. З іншого боку, підвищення РОК не є оптимальним рішенням, оскільки зменшуватиме цінові переваги для вітчизняних виробників та призведе до подальшого нарощування дефіциту поточного рахунку платіжного балансу. Обґрунтовано, що за таких умов політика утримання поточних значень РОК гривні відносно спеціальних прав запозичення (СПЗ) з поступовою девальвацією національної валюти на рівні диференціалу темпів інфляції в Україні та у країнах, валюти яких формують кошик СПЗ, є найбільш виправданою. Стабілізація РОК гривні при повільній номінальній девальвації, з одного боку, перешкоджатиме реалізації негативних ефектів, пов'язаних із заниженістю курсу національної валюти, а з іншого, – зберігатиме цінові переваги для вітчизняних виробників, перешкоджатиме стрімкому накопиченню зовнішніх боргів та гарантуватиме певний запас міцності для уникнення потрясінь на валютному ринку.

У розділі 4 **”Формування зовнішніх боргових зобов'язань в Україні та їх вплив на розвиток національної економіки”** проаналізовано форми мобілізації зовнішніх ресурсів до економіки України, визначено фактори накопичення зовнішнього національного боргу, охарактеризовано основні етапи розвитку системи державного кредиту, доведено факт підвищення ролі зовнішніх корпоративних позик у вітчизняній економіці, розкрито вплив зовнішньоборгових механізмів на рівень економічної діяльності у країні та параметри розвитку її фінансової системи, запропоновано стратегічне бачення проблем управління зовнішнім державним і корпоративним боргом України.

В останні роки рушійними силами подолання проблем, пов'язаних з державною заборгованістю, виступали динамічний розвиток національної економіки та зростання обсягів експорту; послаблення деформацій грошово-кредитної системи України та підвищення кредитного рейтингу держави; зведення бюджету з помірним дефіцитом і фінансування суттєвої його частини за

рахунок надходжень від приватизації. Однак при значному поліпшенні боргової позиції уряду ряд проблем, пов'язаних з незбалансованістю структури боргу, та нарощуванням умовних зобов'язань держави, залишилися невирішеними. Домінування зовнішньої складової у структурі загального державного боргу збільшує потенціальні негативні наслідки девальвації національної валюти і раптового припинення надходження іноземного капіталу.

У міжнародному контексті зовнішньоборгова позиція Уряду України має досить оптимістичний вигляд. На кінець 2006 року розмір зовнішнього державного боргу України (13% ВВП) був нижчим від середнього показника для країн з перехідною економікою (19,2% ВВП), а також у цілому для країн з низьким і середнім рівнем доходів (21,9% ВВП). Проте, внаслідок прискореного нарощування зовнішніх боргів підприємствами і банками, розмір зовнішнього національного боргу України – 42,7 млрд. дол. США або 40,2% ВВП – уже перевищив середній показник для країн із низьким і середнім рівнем доходів (38,6% ВВП). Західні дослідники, які з використанням економіко-математичних методів намагалися встановити критичний рівень боргу, дійшли такого висновку: для гарантування фінансової стабільності та підтримання темпів економічного зростання зовнішній борг у країнах з низьким і середнім рівнем доходів не повинен перевищувати 35% ВВП. Важливість урахування критичного рівня боргу при проведенні економічної політики зумовлюється тим, що його перевищення має своїм наслідком уповільнення економічного розвитку і високу ймовірність настання фінансових криз.

Станом на 1 січня 2007 року зовнішньоборгові зобов'язання вітчизняних підприємств і банків досягли величини 38,6 млрд. дол. США або 36,4% ВВП. Іноземні позики, послаблюючи фінансові обмеження на забезпечення поточної діяльності та інвестиційних вкладень, сприяли підвищенню ділової активності в Україні. Проте надходження зовнішніх позикових коштів неминуче супроводжувалося підвищенням фінансових ризиків. Негативними чинниками, які посилюють вразливість зовнішньоборгової позиції України до дії зовнішніх шоків, є: перевищення зовнішнім національним боргом України критичного рівня; висока частка короткострокової заборгованості у загальній сумі корпоративного боргу; стрімке нарощування зовнішніх боргів нефінансових підприємств і банків при існуванні значної валютної заборгованості цих суб'єктів перед резидентами України. Характерною рисою розвитку вітчизняної фінансово-кредитної системи у 2006–2007 роках стало зростання частки споживчих кредитів у банківських портфелях при швидкому накопиченні зовнішньої заборгованості банків. Така тенденція є досить небезпечною, оскільки у масштабах національної економіки

споживчі витрати не створюють надійних джерел для погашення накопичених боргів. Вищезазначені чинники вказують на те, що в Україні на порядку денному стоїть завдання включення стримуючих механізмів для нарощування зовнішніх боргів і забезпечення продуктивного використання запозичених коштів.

Для оцінки макроекономічних наслідків залучення зовнішніх позик суб'єктами національної економіки розроблено комплекс економіко-математичних моделей, які надали можливість встановити, що в Україні іноземні позики не справляють помітного позитивного впливу на обсяги інвестицій в основний капітал (коефіцієнт парної кореляції темпів приросту інвестицій із залученням довгострокових кредитів становив 0,19, а із залученням позикового капіталу до приватного сектора економіки – 0,17). Результати проведеного кореляційного аналізу вказують на те, що у 1996–2006 роках в Україні приплив іноземного капіталу виступав одним із чинників зростання грошових агрегатів, ніяким чином не впливаючи на перебіг інфляційних процесів. Коефіцієнти парної кореляції приросту грошової маси М2 з надходженням позикового капіталу до приватного сектора економіки становлять 0,77, а з динамікою прямих іноземних інвестицій – 0,53. За коефіцієнтами розробленої моделі було підраховано: збільшення обсягів залучення прямих іноземних інвестицій та зовнішніх позикових коштів приватним сектором економіки на 1% ВВП має своїм результатом зростання реальної грошової маси на 430,7 млн. грн. (у цінах грудня 1995 року).

У процесі дослідження факторів впливу на РЕОК гривні встановлено, що з усіх видів припливу іноземного капіталу лише фактор портфельних інвестицій є статистично значущим. Згідно з результатами проведеного модельного експерименту, нетто-залучення іноземних портфельних інвестицій підприємствами, банками та Урядом України в сумі 1% ВВП супроводжується підвищенням РЕОК гривні на 0,4 в. п. У роботі визначено, що надходження різних форм іноземного капіталу справляє малопомітний вплив на курс акцій українських емітентів. Коефіцієнт парної кореляції зміни індексу ПФТС із нетто-залученням зовнішніх кредитів становить 0,08, з мобілізацією позикового фінансування приватним сектором економіки – 0,18, а із залученням портфельних інвестицій – 0,16. Водночас вагомим фактором впливу на поведінку індексу ПФТС є виведення національного капіталу за кордон, як у легальній, так і в нелегальній формі. Накопичення резидентами України фінансових активів у сумі, еквівалентній 1% ВВП, має своїм наслідком зниження індексу ПФТС на 1,35%.

Економіко-математичне моделювання динаміки портфельних інвестицій, залучення довгострокових кредитів і надходження зовнішнього позикового

капіталу до приватного сектора в умовах економіки України підтвердило теоретичні положення щодо впливу динаміки реального ВВП, РЕОК гривні, обсягу експортних надходжень, темпів інфляції, розміру міжнародних резервів, рівня виробництва у розвинутих країнах і диференціалу внутрішніх і зовнішніх відсоткових ставок на обсяги надходження іноземного позикового капіталу. Проведене емпіричне дослідження надало можливість оцінити кількісний вплив факторів внутрішнього і зовнішнього макроекономічного середовища на суми залучення зовнішніх позик суб'єктами економіки України.

У розділі 5 **”Регулювання зовнішнього державного і корпоративного боргу України”** узагальнено теоретичні засади та світовий досвід застосування валютних обмежень на операції рахунку капіталів, розроблено стратегічні напрями вдосконалення законодавчого регулювання державної заборгованості в Україні та становлення ефективної системи регулювання імпорту фінансового капіталу до національної економіки, а також запропоновано комплекс заходів макроекономічної політики держави для уникнення зовнішньоборгових ускладнень.

З точки зору теорії, доцільність застосування обмежень на рух міжнародних капіталів обґрунтовується необхідністю усунення економічних деформацій, які порушують конкурентну рівновагу; захисту національної фінансової системи і реального сектора економіки від дестабілізуючих потоків спекулятивного капіталу; забезпечення незалежності грошово-кредитної та валютної політики від руху міжнародних капіталів; направлення національних заощаджень на внутрішні інвестиції; підтримання рівня внутрішніх відсоткових ставок і втримання податкової бази у межах країни. Результати міжнародного досвіду вказують на те, що при виборі методів контролю за рухом капіталів перевага має надаватися непрямим (ринковим) методам, оскільки прямий контроль заохочує пошук ренти та ізолює внутрішній ринок капіталів від зовнішнього, тим самим перешкоджаючи конкуренції, а адміністрування системи прямого контролю є досить складним і не дає бажаних результатів в умовах поширення корупції; контролювання окремих видів міжнародних операцій, пов'язаних з рухом капіталів, дозволяє досягти бажаної структури і обсягів потоків капіталів, однак лише у короткостроковому періоді, з плином часу регулюючий орган повинен удосконалювати контролюючі механізми.

Згідно із статтею 18 Бюджетного кодексу, державний борг України не може перевищувати 60% річного обсягу ВВП. Проте, фактичний досвід України у 1998–2000 роки засвідчив, що навіть на рівні 40–50% ВВП державний борг України є слабко керованим: перманентні реструктуризації зовнішньої та

внутрішньої заборгованостей стали проявом неспроможності держави виконувати свої зобов'язання. У світовій практиці прийнятним вважається такий розмір державного боргу, який не створює перешкод для подальших запозичень і дозволяє державі безпроблемно обслуговувати накопичені борги. В Україні відсутність постійного доступу до зовнішнього фінансування, нестабільність податкових надходжень до бюджету та висока вартість залучення позикових коштів свідчать на користь зниження граничного розміру державного боргу. У роботі запропоновано економіко-математичні моделі оцінки рівня платоспроможності держави, на основі яких визначено: для гарантування стабільної ситуації у валютно-фінансовій сфері та забезпечення платоспроможності держави максимально допустимий обсяг державного боргу України не повинен перевищувати 35% ВВП.

Поряд із встановленням обмежень на розмір боргу центрального Уряду, слід розробити спеціальний механізм регулювання заборгованості місцевих органів влади. У випадку місцевих запозичень ринкові механізми (зважена оцінка ризиків кредитором і ефективне використання залучених коштів позичальниками) не спрацьовують належним чином. По-перше, при прийнятті економічних рішень позичальники-місцеві органи нерідко керуються політичними мотивами: запозичені кошти можуть направлятися на фінансування економічно не обґрунтованих програм виключно з метою досягнення прихильного ставлення виборців. По-друге, кредитори можуть не зважати на ринкові ризики муніципальних запозичень, розраховуючи на місцевий або державний бюджет як на надійне джерело повернення вкладених коштів. Зазначені фактори зумовлюють необхідність надання системі регулювання місцевих запозичень обмежувального характеру: встановлення верхнього ліміту погашення та обслуговування місцевого боргу на рівні 10% річних доходів місцевих бюджетів (без урахування міжбюджетних трансфертів); обмеження напрямів використання місцевих позик інвестиціями, які з високою ймовірністю гарантують повернення вкладених коштів; чіткої регламентації процедури дефолту місцевих органів – реалізації предметів застави, перерахування доходів місцевих бюджетів, реструктуризації боргу, введення процедури зовнішнього фінансового управління.

ВИСНОВКИ

У дисертації запропоновано вирішення важливої наукової проблеми – визначення комплексних взаємозв'язків між внутрішніми економічними умовами, факторами глобального економічного середовища та борговими процесами у країнах з невисоким рівнем внутрішніх доходів і формування цілісної системи

заходів промислової, науково-технічної, валютно-курсової, грошово-кредитної, бюджетної і боргової політики держави для отримання позитивних економічних ефектів від зовнішнього позикового фінансування в умовах економіки України. Проведене дисертаційне дослідження дозволило зробити такі висновки і пропозиції.

1. Розроблені до цього часу теоретичні концепції формування зовнішньоборгових зобов'язань і реалізації їх впливу на економічний розвиток у країнах з невисоким рівнем доходів не позбавлені ряду теоретико-методологічних недоліків. Бракує їм також цілісного підходу та комплексності при дослідженні взаємозв'язків між факторами загальноекономічного середовища і зовнішніми позиками, які, з одного боку, відображають проблемні сфери цього середовища, а, з іншого – виступають могутнім інструментом впливу на темпи та пропорції економічного розвитку. З метою подолання зазначених недоліків розроблено власну концепцію функціонування зовнішньоборгових механізмів у країнах з низьким і середнім рівнем доходів, стрижневим елементом якої є економічні критерії для розрізнення впливу зовнішніх позик на розвиток економіки, а також алгоритм реалізації стимулюючого і руйнівного впливу боргових процесів на темпи економічного зростання. Згідно із запропонованою концепцією, при використанні зовнішніх позикових джерел досягнення стабільно високих темпів економічного зростання у довгостроковому періоді стає можливим лише за умови накопичення помірних обсягів заборгованості (до 30–35% ВВП) та забезпечення спрямування запозичених коштів на інвестиції в основні фонди і людський капітал, отримання нових технологій і знань, що генерують постійний потік доходів, який би перевищував витрати на погашення та обслуговування боргу.

2. На основі систематизації основних факторів ринкового ціноутворення визначено, що у довгостроковому періоді реальні ціни на сировинні товари (крім палива) мають тенденцію до зниження. В умовах конкурентного середовища ціни на сировину встановлюються як врівноважуючі за даного обсягу попиту і пропозиції; при цьому ринки таких товарів характеризуються, з одного боку, хронічно надлишковою пропозицією внаслідок існування високого безробіття у країнах з низьким рівнем доходів і великих потреб у генеруванні валютних коштів; а з іншого – тим, що попит на сировинні товари у довгостроковому періоді має тенденцію до зниження внаслідок від'ємної еластичності попиту за доходом, зниження матеріаломісткості виробництва під впливом НТП і поширення штучних замінників природних компонентів у виробничому процесі. Ціни ж на товари обробної промисловості, вироблені з використанням високих технологій, встановлюються на основі зростаючих витрат виробництва в умовах

олігополістичної структури ринку та включають інноваційну ренту. Існування зазначеного феномена у масштабах світового господарства породжує цінові диспаритети між економічно розвинутими країнами і країнами з невисоким рівнем доходів – експортерами сировини.

3. Дослідження особливостей ринкового ціноутворення на ринках товарів обробної промисловості дозволило встановити, що реальні ціни на продукцію обробної промисловості, експортовану країнами з низьким і середнім рівнем доходів, також знижуються порівняно з цінами на аналогічну продукцію, експортовану розвинутими країнами. Це зумовлено дією таких факторів: низького технологічного рівня продукції (у складі ціни товарів, експортованих з бідних країн, відсутня інноваційна рента); високої конкуренції на ринках трудо- і матеріаломісткої продукції, що традиційно вважаються ринками монополістичної конкуренції; слабкого динамізму попиту на промислові вироби, експортовані країнами з невисоким рівнем доходів, в економічно розвинутих країнах (із зростанням доходів споживачі витрачають дедалі меншу їх частину на продовольчі та промислові товари, а дедалі більшу – на послуги, які не є об'єктами міжнародної торгівлі).

4. На основі з'ясування динамічних взаємозв'язків між ціновими диспаритетами на міжнародних товарних ринках, формуванням боргової залежності, розмірами зовнішнього боргу та рівнем обмінного курсу розроблено структурно-функціональну модель фінансово-економічних відносин між розвинутими країнами та країнами з низьким і середнім рівнем доходів. Показано, що, з огляду на проблемну структуру експорту, у більшості країн з невисоким рівнем доходів погіршуються умови торгівлі, що виступає одним з фундаментальних чинників відтворення їх боргової залежності. Високий зовнішній борг є одним з вагомих факторів встановлення обмінних курсів валют на заниженому рівні, що, у свою чергу, спричиняє формування хронічно надлишкової пропозиції продукції, експортованої цими країнами, на світовому ринку, зниження реальних цін на таку продукцію, скорочення доходності зовнішньоекономічних операцій та відтворення хронічної залежності від залучення зовнішніх фінансових ресурсів.

5. У результаті дослідження структурних диспропорцій вітчизняної економіки визначено, що в економіці України ринкові механізми не продукують належних стимулів до прискореного розвитку високотехнологічних галузей, які визначають перспективи її повноправної інтеграції до світового господарства. Доведено необхідність державної підтримки передових напрямів розвитку науки і техніки – інформаційних технологій; електронних пристроїв і лазерної техніки;

автоматизованого та офісного обладнання; нових матеріалів і хімічних продуктів (полімерів, композитів, надтвердих, енерго- і ресурсозберігаючих матеріалів); електрообладнання; авіаційної техніки і залізничного транспорту. Обґрунтовано положення про те, що при визначенні пріоритетів структурної політики держави варто враховувати інтенсивність конкурентної боротьби у різних сегментах світового ринку та оцінювати перспективи зростання зовнішнього попиту на продукцію національної спеціалізації. Доведено, що Україні для забезпечення випереджаючого розвитку науко- і техномістких галузей та участі вітчизняних компаній у конкурентній боротьбі на динамічних ринках варто дотримуватися стратегії науково-технічної імітації та адаптації. Підвищенню доходності зовнішньоекономічних операцій та зростанню економіки України на якісно новій основі сприятимуть як освоєння принципово нових видів продукції у галузях, які формують прогресивні технологічні уклади, так і переорієнтація експортної діяльності на динамічні продукти у традиційних галузях.

6. Встановлено, що у системі правових, інформаційних і фінансово-кредитних заходів, спрямованих на активізацію інноваційної діяльності суб'єктів підприємництва в Україні, вагоме місце повинні займати: виключення витрат на оновлення основних виробничих фондів і впровадження нових технологій із складу оподаткованого прибутку; застосування норм прискореної амортизації відносно новітнього устаткування; пільгове кредитування програм із впровадження технологічних нововведень у пріоритетних галузях економіки (із застосуванням бюджетних позик і компенсації ринкових відсоткових ставок за рахунок бюджету); розробка нових форм кредитування широкомасштабних інноваційних проектів з використанням механізмів рефінансування НБУ; створення спеціальних умов для формування організацій недержавного ризикового фінансування; надання податкових, митних і кредитних стимулів для різних організаційних форм науково-технічної інфраструктури.

7. Проведене дослідження засвідчило, що наявність значного зовнішньо-боргового навантаження у багатьох країнах з низьким і середнім рівнем доходів виступає вагомим фактором девальвації їх валют. На основі даних для 149 країн запропоновано ряд економіко-математичних моделей валютного курсу, оцінені коефіцієнти яких дали можливість встановити: збільшення розміру зовнішнього боргу країни на 10% ВВП призводить до зниження реального курсу валюти і падіння рівня відносних цін на 0,4–0,55% в. п. Для розрахунку еластичності обмінного курсу валюти щодо розміру зовнішнього національного боргу розроблено регресійні моделі рівня відносних цін з використанням логарифмічних функцій. За цими моделями визначено, що збільшення

зовнішнього боргу країни на 1% ВВП призводить до зниження РОК валюти і падіння рівня відносних цін на 0,06-0,09%. Взаємозв'язок між розміром боргового навантаження і рівнем обмінного курсу свідчить на користь врахування зовнішньоборгових ефектів при виробленні валютно-курсової політики держави.

8. Дослідження особливостей формування зовнішнього корпоративного боргу України дало змогу встановити, що основним чинником накопичення зовнішніх боргових зобов'язань стали деформації грошово-кредитної системи, пов'язані із завищеним рівнем відсоткових ставок і недостатністю кредитних ресурсів довгострокового характеру, які, у свою чергу, відображають низький ступінь довіри до банківської системи та неповну трансформацію національних заощаджень у внутрішні інвестиції. За результатами аналізу динаміки і структури зовнішнього позикового фінансування корпоративного сектора та його ролі у процесах суспільного відтворення зроблено висновок про нестійкість зовнішньоборгової позиції України.

9. При визначенні макроекономічних факторів припливу іноземного капіталу до економіки України з використанням інструментарію регресійно-кореляційного аналізу доведено, що вагому роль у поясненні динаміки середньо- і довгострокових іноземних кредитів відіграє фактор *реального ВВП*: зростання ВВП за 9 місяців 2006 року на 6,2% дало поштовх до активізації процесів зовнішнього кредитування і збільшення нетто-залучення іноземних кредитів на 2,7% ВВП. Встановлено, що істотне значення має також динаміка *експортних надходжень*: поліпшення кон'юнктури міжнародних ринків і зростання обсягів експорту за 9 місяців 2006 року на 9,5% стимулювало надходження зовнішнього позикового капіталу до приватного сектора економіки у сумі 0,22% ВВП. З використанням економіко-математичних методів доведено, що *інфляційні процеси* негативно впливають на обсяги залучення зовнішнього позикового капіталу та викликають зростання обсягів втечі вітчизняного капіталу за кордон. Виявилось, що коливання величини *міжнародних резервів України* є важливим фактором впливу на обсяги як припливу іноземного капіталу, так і втечі вітчизняного капіталу з економіки України. Визначено, що суттєву роль у поясненні руху міжнародних капіталів відіграє *реальний обмінний курс*: підвищення РЕОК гривні викликає зростання як портфельних інвестицій, так і іноземних кредитів. У процесі дослідження зовнішніх факторів впливу на розміри залучення іноземного капіталу резидентами України показано, що обсяги *виробництва у розвинутих країнах* істотно впливають на суми вкладень нерезидентів у формі довгострокових кредитів, а *рівень ставок ЛІБОР* – на суми їх вкладень у формі портфельних інвестицій у боргові цінні папери України.

10. У рамках дослідження макроекономічних наслідків залучення іноземних позик суб'єктами економіки України з використанням кількісних методів доведено, що залучення довгострокового позикового капіталу позитивно впливає на **зростання реального ВВП**. Результати економіко-математичного моделювання вказують на те, що траєкторія **РЕОК гривні** формується істотною мірою від впливом надходження іноземного капіталу за статтею "портфельні інвестиції". Встановлено також, що надходження прямих інвестицій та позикового капіталу до приватного сектора економіки впливає на обсяги **грошової маси** як прямо через викуп Національним банком валюти на ринку, так і опосередковано через зростання грошового мультиплікатора: у січні–вересні 2006 року залучення іноземних позик та інвестицій приватним сектором у розмірі 10,8% ВВП стало чинником зростання реальної грошової маси на 25,2%. На підставі аналізу факторів впливу на динаміку фондових індексів зроблено висновок про те, що приплив іноземного капіталу не відіграє помітної ролі у поясненні динаміки **індексу ПФТС**. Водночас відплив вітчизняного капіталу за кордон демонструє високий ступінь взаємозв'язку із зміною індексу ПФТС: за результатами проведеного модельного експерименту, приріст зовнішніх активів на 13,2% ВВП у січні–вересні 2006 року мав своїм наслідком зниження індексу ПФТС на 17,8%.

11. З використанням економіко-математичних методів доведено, що в умовах національної економіки залучення зовнішнього фінансування справляє незначний вплив на динаміку основного індикатора якості та сталості економічного зростання – **інвестицій в основний капітал**. Такий результат свідчить про невисоку ефективність використання зовнішніх позик суб'єктами економіки України, що створює серйозні загрози для забезпечення динамічного зростання національного виробництва і збереження фінансової стабільності у довгостроковій перспективі. При цьому визначено, що втеча вітчизняного капіталу за кордон має одним із своїх наслідків звуження внутрішньої бази нагромадження капіталу і негативно позначається на темпах зростання національного виробництва. У цілому в результаті дослідження економічних наслідків припливу (відпливу) капіталів до економіки України зроблено такий висновок: **негативний вплив втечі вітчизняного капіталу** за кордон у багатьох випадках перевищує позитивний вплив надходження іноземного капіталу. Результати проведеного дослідження вказують на те, що у макроекономічному контексті досягнення позитивних ефектів від руху міжнародних капіталів вимагає як забезпечення інвестиційної спрямованості зовнішніх позик, так і вирішення проблем, пов'язаних з неконтрольованим відпливом вітчизняного капіталу за межі України.

12. Доведено, що у системі заходів щодо оптимізації боргового навантаження

та мінімізації боргових ризиків важлива роль належить досягненню помірному дефіциту бюджету (до 2% ВВП) та обмеженню зростання умовних зобов'язань держави; розвитку внутрішнього фінансового ринку і зміщенню акцентів із зовнішніх державних позик на внутрішні; підвищенню ефективності використання державою запозичених коштів. Обґрунтовано необхідність зваженого управління ризиками зовнішньоборгового фінансування в умовах інтенсифікації корпоративних запозичень: підвищення рівня фінансового управління на державних підприємствах і встановлення суворого контролю з боку міністерств за залученням і використанням зовнішніх кредитів державними підприємствами; посилення пруденційного регулювання та встановлення більш жорстких вимог до формування банківських резервів на відшкодування можливих втрат по кредитних операціях в іноземній валюті; поширення нормативів обов'язкового резервування (для банківських установ) на ресурси, залучені за кордоном.

13. На основі аналізу теоретичних засад і міжнародного досвіду контролю за рухом капіталів розроблено ряд рекомендацій для підвищення ефективності національного режиму регулювання експорту-імпорту капіталів. Встановлено, що стимулювання залучення прямих і портфельних інвестицій довгострокового характеру має поєднуватись із запобіганням масованому припливу короткострокового капіталу на внутрішній фінансовий ринок. З цією метою обґрунтовано необхідність введення до законодавства з питань валютного контролю окремого положення про можливість запровадження обов'язкового резервування частини зовнішніх надходжень кредитного характеру на безвідсоткових рахунках у Національному банку України. Для запобігання втечі вітчизняного капіталу за кордон запропоновано ввести більш жорсткі валютні обмеження на повернення експортної виручки та погашення імпорتنих авансів, посилити контроль за операціями зворотного викупу акцій українських емітентів, запровадити моніторинг цін за зовнішньоекономічними угодами.

14. У ході дослідження особливостей регулювання боргових операцій Уряду в Україні та оцінки ефективності відповідних заходів зроблено висновок про необхідність перегляду деяких законодавчих норм і врегулювання окремих питань, пов'язаних з утворенням/ обслуговуванням державного та місцевого боргу. У роботі обґрунтовано, що з огляду на відсутність постійного доступу до зовнішнього фінансування, нестабільність податкових надходжень до бюджету та високу вартість запозичень, ліміт державного боргу України має бути знижений до рівня 35% ВВП. З використанням економіко-математичних методів у середовищі країн з низьким і середнім рівнем доходів виявлено таку закономірність: при борговому навантаженні на рівні 60% ВВП ймовірність повного і своєчасного

виконання державою своїх боргових зобов'язань становить лише 70%, а при його зниженні до 35% ВВП, така ймовірність підвищується до 85%. Встановлено, що для утримання фінансової стабільності у країні та гарантування прав платників податків на отримання суспільних благ слід розробити спеціальний механізм регулювання заборгованості місцевих органів, у рамках якого передбачити встановлення верхнього ліміту погашення і обслуговування місцевого боргу на рівні 10% річних доходів місцевих бюджетів (без трансфертів), обмеження напрямів використання місцевих позик продуктивними інвестиціями та чітку регламентацію процедури задоволення боргових вимог кредиторів.

15. Доведено, що зменшення вразливості національної фінансової системи до дії зовнішніх шоків та уникнення зовнішньоборгових ускладнень вимагають не тільки ефективного регулювання боргових операцій, але й запровадження комплексу заходів макроекономічної політики: створення дійової системи рефінансування центральним банком довгострокових кредитів комерційних банків; посилення гнучкості валютного режиму і дестимулювання у такий спосіб накопичення зовнішніх боргів; регулювання діяльності банківських установ через підвищення норм ліквідності та платоспроможності, встановлення нових вимог до рівня капіталізації банків; збільшення обсягів міжнародних резервів до рівня, необхідного для покриття річних зовнішньоборгових зобов'язань резидентів України; застосування ринкових інструментів реструктуризації зовнішнього комерційного боргу у випадку виникнення кризи зовнішньої ліквідності.

СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ

Монографії, розділи в монографіях:

1. Вахненко Т.П. Зовнішні боргові зобов'язання у системі світових фінансово-економічних відносин. – К.: Фенікс, 2006. – 538 с. – 29,8 др. арк.

2. Бюджетна політика у контексті стратегії соціально-економічного розвитку України: У 6 т. – Т. 6: Підвищення ефективності боргової політики держави / Азаров М.Я., Ярошенко Ф.О., Барановський О.І. та ін. – К.: НДФІ, 2004. – 348 с. (15,2 др. арк.) (особистий внесок: розділ 2.4 "Реструктуризація офіційного боргу Паризькому клубу кредиторів", розділ 3.1 "Кількісні та якісні параметри впливу державного боргу на макроекономічну ситуацію в Україні", розділ 4.2 "Реструктуризація зовнішнього боргу України: проблеми і перспективи" – С. 193-210, 211-235, 324-337. – 2,4 др. арк.)

3. Бюджетна політика у контексті стратегії соціально-економічного розвитку України: У 6 т. – Т. 1: Пріоритети бюджетної політики та економічне зростання в Україні / Азаров М.Я., Ярошенко Ф.О., Геєць В.М. та ін. – К.: НДФІ, 2004. – 640 с.

(27,5 др. арк.) (особистий внесок: розділ 4 "Економічно безпечний рівень дефіциту бюджету для України" – С. 177-217. – 1,6 др. арк.)

4. Стратегія фінансової політики держави у перехідній економіці / За ред. д-ра екон. наук І.О. Луніної – К.: Ін-т екон. прогнозування НАН України, 2004. – 116 с. – (6,7 др. арк.) (особистий внесок: розділ 3 "Регулювання міждержавного руху приватних капіталів". – С. 82 -115. – 1,4 др. арк.)

5. Економіка України: стратегія і політика довгострокового розвитку / За ред. акад. НАН України В.М. Геєця - К.: Ін-т екон. прогнозування НАН України; Фенікс, 2003. – 1008 с. (71,8 др. арк.) (особистий внесок: розділ 5.1.3 "Боргова політика держави", розділ 5.1.4 "Управління зовнішніми запозиченнями корпоративного сектора". – С. 526-545. – 1,35 др. арк.)

6. Бюджетна політика та боргова стратегія України у 2003 році / За ред. д-ра екон. наук І.О. Луніної – К.: Ін-т екон. прогнозування НАН України, 2002. – 96 с. – (5,6 др. арк.) (особистий внесок: розділ 3 "Політика державних запозичень і обслуговування державного боргу України". – С. 59-75. – 0,75 др. арк.)

7. Кризові явища у світовій економіці та антикризова політика України / За ред. акад. НАН України В.М. Геєця – К.: Ін-т екон. прогнозування НАН України, 2002. – 76 с. – (3,9 др. арк.) (особистий внесок: розробка пропозицій щодо забезпечення платоспроможності держави. – С.12-17, 31-34, 54-56. – 0,8 др. арк.)

8. Формування бюджету України та бюджетно-податкова політика у 1999-2001 рр. / НАН України, Ін-т екон. прогнозування; І.О. Луніна, Б.Є. Кваснюк, Т.П. Вахненко та ін. – К.: Ін-т екон. прогнозування НАН України, 2000. – 102 с. – (3,9 др. арк.) (особистий внесок: розділ 3 "Державний борг, його обслуговування та державні запозичення у 1999-2000 рр.", розділ 9 "Раціоналізація обслуговування державного боргу у 2001 р. Можливість і доцільність державних запозичень". – С. 28-35, 96-101. – 0,96 др. арк.)

9. Економіка України: підсумки перетворень та перспективи зростання / За ред. акад. НАН України Геєця В.М. - К.: Ін-т екон. прогнозування НАН України; Форт, 2000. – 432 с. (21,2 др. арк.) (особистий внесок: розділ 5.4 "Боргові проблеми в середньостроковій перспективі". – С. 252-274. – 1,26 др. арк.)

Статті у наукових фахових виданнях:

1. Вахненко Т.П. Концептуальні засади управління зовнішнім національним боргом України // Економіка України. – 2007. – №1. – С. 14-24. – 0,83 др. арк.

2. Вахненко Т.П. Міжнародний кредит у світовій валютно-фінансовій системі // Фінанси України. – 2006. – №11. – С. 144-155. – 0,82 др. арк.

3. Вахненко Т.П. Міждержавний рух приватних капіталів: світові тенденції і закономірності // Економіст. – 2006. – №9. – С. 47-51. – 0,95 др. арк.

4. Вахненко Т.П. Теоретичні засади формування зовнішнього національного боргу // Вісник Національного банку України. – 2006. – №9. – С. 16-25. – 1,35 др. арк.
5. Вахненко Т.П. Товарний експорт України у системі світогосподарських зв'язків // Економіка України. – 2006. – №6. – С. 73-84. – 0,96 др. арк.
6. Вахненко Т.П. Нееквівалентність зовнішньої торгівлі – фундаментальна проблема економічного розвитку країн, які розвиваються // Економіка України. – 2006. – №2. – С. 65-73. – 0,8 др. арк.
7. Вахненко Т.П. Роль науково-технічної і промислової політики держави у формуванні нової моделі національної конкурентоспроможності // Економіка і прогнозування. – 2006. – №1. – С. 42-60. – 1,45 др. арк.
8. Вахненко Т.П. Валютно-курсова політика на нинішньому етапі соціально-економічного розвитку України // Фінансова система України: Зб. наук. пр. – Острог: Вид-во Нац. ун-ту “Острозька академія”, 2006. – Вип. 8. – Ч. 3. – С. 34-42. – 0,45 др. арк.
9. Вахненко Т.П. Фінансові ризики ревальвації номінального обмінного курсу // Вісник Національного банку України. – 2005. – №5. – С. 19-23. – 0,47 др. арк.
10. Вахненко Т.П. Міжнародна система цінових диспаритетів та її роль у накопиченні зовнішнього боргу країнами, що розвиваються // Економічна теорія. – 2005. – №4. – С. 40-54. – 0,96 др. арк.
11. Вахненко Т.П. Перспективні напрямки політики державних запозичень в Україні // Економіка і прогнозування. – 2005. – №1. – С. 65-76. – 0,67 др. арк.
12. Вахненко Т.П. Оптимізація валютно-курсової політики в Україні // Економіка України. – 2005. – №1. – С. 28-35. – 0,71 др. арк.
13. Вахненко Т.П. Вдосконалення управління державним боргом України // Фінансова система України: Зб. наук. пр. – Острог: Вид-во Нац. ун-ту “Острозька академія”, 2005. – Ч. 2. – С. 124-132. – 0,46 др. арк.
14. Вахненко Т.П. Зміцнення курсової позиції гривні як об'єктивна необхідність (результати економіко-математичного моделювання) // Економіст. – 2004. – №11. – С. 33-37. – 0,73 др. арк.
15. Вахненко Т.П. Реструктуризація зовнішнього державного боргу комерційним кредиторам: методи і умови застосування // Економіст. – 2004. – №8. – С. 23-27. – 0,9 др. арк.
16. Вахненко Т.П. Визначальні фактори формування обмінних курсів // Вісник Національного банку України. – 2004. – №8. – С. 31-37. – 1,0 др. арк.
17. Вахненко Т.П. Теоретичні засади валютного курсоутворення: концепції та моделі // Економіка і прогнозування. – 2004. – №2. – С. 21-30. – 0,6 др. арк.

18. Вахненко Т.П. Граничний розмір державного боргу України // Банківська справа. – 2004. – №4. – С. 33-45. – 0,75 др. арк.

19. Вахненко Т.П. Соціально-економічні передумови формування зовнішньої заборгованості // Економіка України. – 2004. – №3. – С. 18-27. – 0,73 др. арк.

20. Вахненко Т.П. Платоспроможність держави у контексті забезпечення внутрішніх трансфертів для обслуговування зовнішнього боргу // Економіка і прогнозування. – 2003. – №4. – С. 52-61. – 0,77 др. арк.

21. Вахненко Т.П. Напрями вдосконалення боргової політики держави // Економіка України. – 2002. – №5. – С. 16-23. – 0,73 др. арк.

22. Вахненко Т.П. Регулювання потоків іноземного капіталу: уроки з міжнародного досвіду // Вісник Національного банку України. – 2002. – №2. – С. 49-53. – 0,85 др. арк.

23. Вахненко Т.П. Теоретичні засади регулювання міждержавного руху капіталів // Економіка України. – 2001. – №8. – С. 12-21. – 0,72 др. арк.

24. Вахненко Т.П. Управління державним боргом: завдання на 2001 рік // Економіст. – 2000. – №12 – С. 58-61. – 0,47 др. арк.

25. Вахненко Т.П. Стабілізаційні програми МВФ та їх адекватність умовам перехідної економіки // Економіка і прогнозування. – 2001. – №2. – С. 42-51. – 0,6 др. арк.

26. Вахненко Т.П. Державний борг України: шляхи виходу з кризи // Економіка України. – 2000. – №8. – С. 22-30. – 0,87 др. арк.

Тези доповідей і матеріали науково-практичних конференцій:

1. Вахненко Т.П. Фінансово-кредитні важелі стимулювання інноваційної діяльності // Матеріали IV всеукр. наук.-практ. конф. молодих вчених "Сучасні проблеми соціально-економічного розвитку України". – Дніпропетровськ: Наука і освіта, 2006. – Т. 1. – С. 23-27. – 0,23 др. арк.

2. Вахненко Т.П. Зовнішній національний борг України: проблеми і механізми регулювання // Збірник тез доповідей наук.-практ. конф. "Теорія та практика державного управління в умовах євроінтеграції". – Луцьк: Волинська обласна друкарня, 2006. – С. 105-107. – 0,2 др. арк.

3. Вахненко Т.П. Місцеві позики у системі фінансування місцевих інвестицій // Збірник тез доповідей Міжнар. наук.-практ. конф. "Організаційні та економічні проблеми розвитку муніципальних утворень". – Тернопіль: Економічна думка, 2006. – С. 121-126. – 0,24 др. арк.

4. Вахненко Т.П. Теоретичні проблеми курсоутворення в умовах перехідної економіки // Матеріали міжнар. наук.-практ. конф. "Фінансово-кредитне стимулювання економічного зростання". – Луцьк: РВВ "Вежа" Волин. держ. ун-ту, 2005. – С. 63-65. – 0,15 др. арк.

5. Вахненко Т.П. Поточний стан державного боргу України та напрями вдосконалення боргової політики держави // Матеріали “круглого столу” 10 листопада 2004 р. “Боргова політика України: стан, проблеми та перспективи”. – К.: НІСД, 2004. – С. 59-61. – 0,16 др. арк.

6. Вахненко Т.П. Стратегія валютно-курсової політики держави // Матеріали щорічн. наук.-практ. конф. ”Державна стратегія управління місцевим та регіональним розвитком: форми, методи та актуальні проблеми реалізації”. – Одеса: ОРІДУ НАДУ, 2004. – Т. 1. – С. 291-295. – 0,2 др. арк.

АНОТАЦІЯ

Вахненко Т.П. Формування, економічна роль і регулювання зовнішнього боргу. – Рукопис.

Дисертація на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит. Державна установа ”Інститут економіки на прогнозування НАН України”. Київ, 2007.

Досліджено соціально-економічні передумови і наслідки формування зовнішньоборгових зобов’язань. Розвинуто теоретичну концепцію функціонування зовнішньоборгових механізмів у країнах з низьким і середнім рівнем доходів. Розроблено структурно-функціональну модель взаємозв’язків між ціновими диспаритетами на світовому ринку, борговою залежністю та валютними курсами.

Визначено фінансово-економічні фактори посилення нестійкості зовнішньоборгової позиції України. Розроблено концептуальні засади управління зовнішнім національним боргом для забезпечення довгострокової фінансової стабільності та розширення інвестиційного потенціалу реального сектора економіки. Запропоновано стратегічні напрями та інструменти вдосконалення національної системи регулювання експорту-імпорту капіталів.

Ключові слова: зовнішній борг, позики, валютний курс, платіжний баланс, умови торгівлі, фінансова криза, регулювання міждержавного руху капіталів, управління зовнішнім боргом.

АННОТАЦИЯ

Вахненко Т.П. Формирование, экономическая роль и регулирование внешнего долга. – Рукопись.

Диссертация на соискание научной степени доктора экономических наук по специальности 08.00.08 – деньги, финансы и кредит. Государственное учреждение ”Институт экономики и прогнозирования НАН Украины”. Киев, 2007.

Исследованы социально-экономические предпосылки и последствия формирования внешнедолговых обязательств. Развита теоретическая концепция

функционирования внешнедолговых механизмов в странах с низким и средним уровнем доходов. Разработана структурно-функциональная модель взаимосвязей между ценовыми диспаритетами на мировом рынке, долговой зависимостью и валютными курсами.

Определены финансово-экономические факторы усиления неустойчивости внешнедолговой позиции Украины. Разработаны концептуальные основы управления внешним национальным долгом для обеспечения долгосрочной финансовой стабильности и расширения инвестиционного потенциала реального сектора экономики. Предложены стратегические направления и инструменты усовершенствования национальной системы регулирования экспорта-импорта капиталов.

Ключевые слова: внешний долг, займы, валютный курс, платежный баланс, условия торговли, финансовый кризис, регулирование трансграничного движения капиталов, управление внешним долгом.

SUMMARY

Vakhnenko T.P. External Debt's Accumulation, Economic Role and Regulation. – Manuscript.

Thesis for a Doctor's degree in Economics by speciality 08.00.08 – Money, Finance and Credit. – State Institution “Institute for Economics and Forecasting of National Academy of Sciences of Ukraine”. Kyiv, 2007.

The author presents the results of her investigation of social and economic preconditions and implications of the accumulation of external debt in the world system of financial and economic relations. In the first chapter, a theoretical concept of the external debt mechanisms' operation in the low- and middle- income countries is proposed. The core elements of this concept are economic criteria for distinguishing of the economic implications of foreign borrowings and algorithm of the appearance of promotional and detrimental effects in the process of foreign debt accumulation and repayment. In the second chapter, the structural and functional model of the relations between the developing and developed countries in the spheres of international trade, exchange rates valuation and foreign borrowing/lending is elaborated. Factors of the declining real prices for the commodities and industrial goods exported by poor countries are revealed, which appear to be free competition and excessive supply on the markets of primary commodities as well as oligopoly and monopolistic competition structures at the markets of manufactures and services. Moreover, the prices for high tech products include innovative rent and demand for such products increases, as opposed to the

demand for primary commodities and traditional industrial goods, whose price elasticity is below 1.

The author analyses the shortcomings of the Ukrainian export structure and justifies the necessity to revive the scientific and industrial policies in Ukraine. She proposes specific instruments for their implementations, such as privileged taxation of the enterprises' profits directed for the renovation of fixed assets and for the introduction of new technologies, concessional lending (subsidized by government) for the technological innovations in the priority sectors, and granting tax, custom and credit incentives for the entities of scientific and technical infrastructure.

Regression analysis of the exchange rate formation factors is carried out. The most significant factors proved to be a per capita income in PPPs terms, a current account balance and external debt ratio. The role of the external debt accumulation/repayment in the origin of international system of currency disparities is revealed and the qualitative impact of the external debt burden on the exchange rate valuation is estimated. Proposals for the exchange rate policy improvements in Ukraine are developed.

The main trends of the external debt dynamics of the government and corporate sector of Ukraine are revealed. The explosive growth of corporate external debt proved to be dangerous for long-term financial stability. Financial and economic vulnerabilities associated with Ukrainian external debt are defined, which are the current level of national external debt – 40.2% of GDP – exceeding the critical level, the high share of short-term debt, that is highly vulnerable to the debt refinancing risk, and the huge currency mismatches in the balances of Ukrainian enterprises and banks, induced both by their high external debts and by the dollarization of their domestic liabilities. To investigate the driving macroeconomic factors of foreign capital inflow and to estimate its quantitative impact on economic development some econometric models are proposed. Real GDP, real exchange rate, export dynamics, inflation rates, international reserve level and interest rate differentials have been defined as the main factors of foreign capital flows behavior. The specified models make it possible to estimate the effects of foreign assets and liabilities accumulation for GDP growth, investment activity, exchange rate behavior, monetary aggregates and the development of stock market. Econometric investigation proves the low efficiency of the allocations of foreign borrowings (as their impact on the level of investments so far has been insignificant in Ukraine).

The author proposes the main goals and instruments of the national system of capital imports and export regulation in Ukraine. She has elaborated conceptual pillars for the management of Ukraine's national external debt aimed at preserving long-term financial stability and extension of the investment potential in the real economy. Moderate budget

deficit (below 2% of GDP), restriction of contingent liabilities, development of the domestic market for government bonds and efficient allocation of the borrowed funds have been determined as the necessary elements of public debt management. To manage the financial risks associated with rapid growth in the corporate external debt, the author proposes increasing the level of international reserves up to the level of annual repayment of long-term external debt and short-term external liabilities, setting up the government control over the foreign borrowings of state-owned enterprises, improving the prudential regulation and increasing reserve requirements for the credit risks incurred by banks on foreign currency transactions, and extension of the obligatory reserve requirements on the bank liabilities derived from non-residents.

Key words: external debt, borrowings, exchange rate, balance of payment, terms of trade, financial crisis, regulation of international capital flows, external debt management.

Підписано до друку 16.07.2007. Формат 60×90/16
Ум. друк. арк. 2,0. Обл.-вид. арк. 2,0. Папір офсетний.
Ризографія. Наклад 130. Зам. № 275.

Видавничо-поліграфічний відділ ДУ "Інститут економіки
та прогнозування НАН України"
м. Київ-11, вул. Панаса Мирного, 26.
