

УДК 339.727

С. О. Якубовський

Одеський національний університет імені І. І. Мечникова

ВАЛЮТНО-ФІНАНСОВІ ЧИННИКИ ЗРОСТАННЯ ЗОВНІШНЬОГО БОРГУ УКРАЇНИ ТА РОСІЇ

У статті визначено валютно-фінансові чинники, що впливають на міжнародну конкурентоспроможність економік України та Росії. Досліджено особливості формування торговельних балансів, сальдо поточних операцій та балансів капіталу і фінансових операцій двох країн. Виявлено динаміку міжнародних інвестиційних позицій і валового зовнішнього боргу України та Росії. Запропоновано шляхи підвищення стійкості фінансової системи України.

Ключові слова: платіжний баланс, зовнішній борг, міжнародна інвестиційна позиція.

У сучасних умовах розвитку світового господарства ефективне управління зовнішнім боргом є однією із необхідних умов забезпечення динаміки зростання національної економіки та підвищення її міжнародної конкурентоспроможності. Зовнішній борг є складовою фінансових систем більшості країн світу, дієвим інститутом у механізмі макроекономічного регулювання та інструментом реалізації економічної стратегії держави. Однак механізм впливу зовнішнього боргу на макроекономічну ситуацію є неоднозначним і має розглядатися у контексті взаємовпливу між рівнем інфляції, структурою балансу поточних операцій і залученням іноземного капіталу.

Для України як країни з трансформаційною економікою одним з першочергових завдань є визначення довготривалої стратегії щодо регулювання структурою та обсягом зовнішнього боргу. Залучення іноземних капіталів в Україну проходить певні етапи, які характеризуються основними джерелами ресурсів, цільовим призначенням їх використання та строками повернення. Масштаби зовнішнього боргу України та значущість його впливу на розвиток національної економіки обумовили інтерес вчених до цієї проблематики, що сприяло появі у вітчизняній науці досліджень, зокрема робіт О. Барановського, В. Гейця, С. Львовичкіна, В. Новицького, О. Плотнікова, О. Рогача, С. Циганова, які присвячені аналізу ролі зовнішнього боргу у фінансовій системі держави в умовах глобалізації світогосподарських зв'язків. Віддаючи належне науковим напрацюванням вчених, слід зауважити, що існує потреба у подальших дослідженнях, оскільки формування зовнішнього боргу постсоціалістичних держав, зокрема України та Росії, відбувається в умовах економічної трансформаційної, коли має місце переосмислення ролі іноземного капіталу в економічному розвитку країн. Тому результати дослідження щодо визначення валютно-фінансових чинників зростання зовнішнього боргу України і Росії та його впливу на фінансову стійкість країн є актуальними. У дослідженні використовуються статистичні дані Міжнародного валютного фонду і Національних банків України та Росії.

Зростання світових цін на енергоресурси та сировину стало головним фактором, що обумовив наявність у Росії в останні роки значного позитивного сальдо торговельного балансу (130,9 млрд дол. за 2007 рік) та балансу поточних операцій (76,2 млрд дол.). Слід відзначити, що в економічній системі будь-яка не-

збалансованість негативно впливає на економічну діяльність. Це також стосується і платіжного балансу, навіть тоді, коли його сальдо є позитивним. У цьому випадку пропозиція іноземної валюти на національному ринку значно перевищує попит на неї, і Національний банк змушений або спостерігати за постійним підвищенням курсу національної валюти, що погіршує умови зовнішньоекономічної діяльності вітчизняних підприємств та стимулює імпорт, або викупати надлишок іноземної валюти за рахунок грошової емісії. Наслідком цієї політики є збільшення монетарної бази в економіці (лише за 2007 рік грошова база збільшилася у Росії на 34%), що призводить до інфляції, високих процентних ставок, зростання обсягів зовнішніх запозичень [1, с. 972].

Завдяки погіршенню фінансових умов діяльності російських підприємств профіцит поточного рахунку платіжного балансу Росії у 2007 році знизився у порівнянні з 2006 на 17%, а торговельний баланс скоротився на 7 млрд дол. Це скорочення відбулося під час суттєвого зростання цін на експортну продукцію російських підприємств. Так, збільшення вартості російського експорту у 2007 році на 73% було зумовлено зростанням світових цін на відповідну продукцію і лише на 27% — підвищенням фізичного обсягу експорту. Протилежна ситуація була притаманна товарному імпорту: 69% його збільшення було зумовлено підвищенням фізичного обсягу імпорту, а 31% — зростанням світових цін на відповідну продукцію [2, с. 10]. За роки незалежності сальдо торгівлі послугами Росії, на відміну від товарних операцій, постійно мало негативні значення. Сумарне сальдо торгівлі послугами Росії в період з 1994 по 2007 роки склало 133 млрд дол.

Наявність у Росії активів, які контролюються закордонними інвесторами, призводить до відтоку капіталу з країни у зв'язку з вивезенням доходів від іноземних капіталовкладень. По цій статті платіжного балансу в період з 1994 по 2007 роки з Росії було вивезено 296,6 млрд дол. При цьому слід зазначити, що вивезення фінансових ресурсів з Росії по цій статті платіжного балансу також обумовлено і відтоком капіталу, пов'язаним з виплатою відсотків за портфельними інвестиціями, включаючи боргові зобов'язання, та кредитами.

За роки реформ та залучення іноземного капіталу у структурі доходів, отриманих закордонними інвесторами у Росії, відбулися значні зміни. Так, якщо у 1994 році 95,3% доходів, отриманих у країні іноземними інвесторами, припадало на кредити, то у 2007 році частка цієї складової дорівнювала 26,5%. З іншого боку, частка доходів від прямих іноземних інвестицій постійно зростала: 1,4% у 1994 році, 7,9% — у 2000 і 63,3% — у 2007. Це пов'язано із значними прибутками російських компаній, обумовлених сприятливою кон'юнктурою на світових сировинних ринках протягом 2005–2007 років.

У структурі доходів, отриманих іноземними інвесторами у Росії у 2007 році, 63% (43,2 млрд дол.) припадає на дохід від прямих інвестицій. При цьому саме протягом 2005–2007 років дохід прямих іноземних інвесторів у країні збільшився більш ніж у 4 рази. На другому місці — 26,5% (18,1 млрд дол.) — дохід від іноземних кредитів. На третьому місці — 10,2% (7 млрд дол.) — дохід від іноземних портфельних інвестицій, в якому частка прибутку від операцій з акціями становить 59%.

Вивезення російських капіталовкладень за кордон призводить до збільшення надходжень у країну такого капіталу, як доходи від іноземних інвестицій. При цьому в останні роки цей показник значно збільшився: 4,3 млрд дол. у 2000 році, 10,8 млрд у 2004 і 44,7 млрд дол. у 2007 році. У структурі доходів, отриманих

російськими інвесторами за кордоном, 53% (23,7 млрд дол.) припадає на дохід від інших інвестицій, 44,6% (19,9 млрд дол.) — на дохід від прямих інвестицій і 2,4% (1,1 млрд дол.) — на дохід від портфельних інвестицій. Але поки ще суми доходів російських інвесторів за кордоном (148,1 млрд дол. за період з 1994 по 2007 роки) менше доходів, вивезених іноземними інвесторами з національної економіки [1, с. 973].

Протягом 1999–2007 років на внутрішньому ринку позичкового капіталу вартість залучення фінансових ресурсів в американських доларах для нефінансових компаній Росії не знижувалась нижче 8,3% річних, а на зовнішніх ринках — не перевищувала 6,8%. За кредитами у євро ситуація була ще більш показовою: внутрішня процентна ставка майже удвічі перевищувала зовнішню. Високий рівень російських процентних ставок був обумовлений як попитом на кредитні ресурси в умовах об'єктивного дефіциту вільних фінансових ресурсів у національній економіці, так і політикою стримування грошової пропозиції, що здійснюється Банком Росії задля боротьби з інфляцією.

Погіршення фінансових умов діяльності російських підприємств та зниження їхньої міжнародної конкурентоспроможності стимулювало збільшення запозичень за кордоном. У результаті, незважаючи на позитивний поточний рахунок, зовнішній борг Росії постійно зростав: 257,2 млрд дол. наприкінці 2005 року, 309,7 млрд — наприкінці 2006 і 477,1 млрд дол. на 1 квітня 2008 року (36% від ВВП; 118% від експорту товарів та послуг). Приріст зовнішніх зобов'язань лише у I кварталі 2008 року становив 13,5 млрд дол. При цьому сукупні зовнішні боргові зобов'язання приватного сектору економіки збільшилися на 18,9 млрд до 436,1 млрд дол. і становили 91,4% сукупного зовнішнього боргу. У той же час зобов'язання органів державного управління й грошово-кредитного регулювання зменшилися на 5,4 млрд доларів — до 41 млрд дол. (8,6%).

Зовнішні боргові зобов'язання російських банків зросли на 7,8 млрд дол. і досягли на 1 квітня 2008 року 171,4 млрд дол. Частка зобов'язань банківського сектору в загальному обсязі зовнішнього боргу економіки дорівнює 35,9% (на початок 2008 року — 35,3%). Зростання заборгованості банків в основному було пов'язано із залученням іноземного капіталу у формі кредитів, які збільшилися на 8,3 млрд дол. до 121,6 млрд дол. Залишки на поточних рахунках і депозитах зменшилися на 1,6 млрд до 39,0 млрд, зобов'язання за борговими цінними паперами, що належать нерезидентам, скоротилися на 0,3 млрд до 5,4 млрд дол., борг перед прямими інвесторами та інші зобов'язання виросли з 4,1 до 5,4 млрд дол.

Приріст зовнішньої заборгованості інших секторів економіки становив 11,2 млрд дол., а їхній обсяг досяг 264,6 млрд доларів. Питома вага даної категорії в сукупному зовнішньому боргу складає 55,5% (на 1 січня 2008 року — 54,7%). У структурі боргових зобов'язань інших секторів найбільша частка припадає на кредити — 82,2%, їхній обсяг збільшився на 11,9 млрд дол. — до 217,5 млрд дол. Питома вага боргових зобов'язань перед іноземними прямими інвесторами дорівнює 9,8% (26 млрд доларів), на боргові цінні папери припадає 6% (15,9 млрд дол.), на заборгованість за іншими категоріями — 2% (5,2 млрд дол.).

У структурі зовнішнього боргу Росії за строками погашення переважають довгострокові зобов'язання — 383,6 млрд дол. (80,4% заборгованості перед нерезидентами), короткострокові зобов'язання оцінюються в 93,5 млрд дол. (19,6%). Заборгованість перед нерезидентами в іноземній валюті складає 378,4 млрд дол., а її частка в загальному обсязі зовнішнього боргу дорівнює 79,3%. Боргові зобов'язання, номіновані в російських рублях, становлять 98,6 млрд доларів

(20,7%) [2, с. 17]. Лише за останні два роки зовнішній борг Росії збільшився на 75%.

За останні роки відбулося суттєве погіршення міжнародної інвестиційної позиції Росії. Так, якщо наприкінці 2004 року сумарні міжнародні активи Російської Федерації на 3,9 млрд дол. перевищували всі (державні і приватні) міжнародні зобов'язання країни, то у 2005 році міжнародні активи вже на 31,6 млрд дол. поступалися міжнародним зобов'язанням країни, а наприкінці 2007 року від'ємне сальдо становило вже 127 млрд дол. У структурі міжнародних активів, що контролювалися російськими інвесторами наприкінці 2007 року (1099 млрд дол.), частка прямих іноземних інвестицій становить 33,7%, частка портфельних – 2,5%, частка інших інвестицій – 20,3% і частка резервних активів – 43,5%. Серед портфельних інвестицій, вивезених російськими підприємствами, превалюють капіталовкладення у боргові цінні папери – 22,7 млрд дол. У структурі активів, що контролювалися іноземними інвесторами у Росії (1226 млрд дол.), частка активів, пов'язаних з прямими іноземними інвестиціями, становить 40,1%, з портфельними – 28,2%, з іншими – 31,7%. Серед портфельних інвестицій, залучених до Росії, превалюють капіталовкладення в акції підприємств – 290,6 млрд дол. [1, с. 974].

Аналіз структури міжнародної інвестиційної позиції Росії дозволяє зробити висновок про те, що фінансова система країни є стабільною. Це пов'язано з тим, що міжнародні ліквідні активи, які контролюються резидентами країни, ще несуттєво відстають від вартості ліквідних активів, які контролюються іноземними інвесторами. Однак, якщо темпи зростання від'ємної міжнародної інвестиційної позиції Російської Федерації, завдяки постійному збільшенню приватних заощаджень за кордоном, збережуться, це призведе до суттєвого погіршення фінансової стійкості країни.

Результати проведеного аналізу свідчать про те, що протягом останніх років платіжний баланс України теж був незбалансованим із значним позитивним сальдо балансу офіційних розрахунків. При цьому структура платіжного балансу України за останні роки кардинально змінилася: якщо у 2004 році найбільший приплив капіталу був пов'язаний із значним позитивним сальдо торговельного балансу (3,7 млрд дол.), то у 2005–2008 роках найбільшим був внесок позитивного сальдо іноземних інвестицій (8,1 млрд дол. у 2005 році, 3,9 млрд – у 2006, 15,8 млрд – у 2007 і 3,8 млрд лише за перший квартал 2008).

Зміни у структурі платіжного балансу за останні роки не змінили вплив його значного позитивного сальдо на умови функціонування валютно-кредитного ринку України. Адже упродовж 2004–2007 років монетарна база в Україні постійно збільшувалася: у 2004 році її зростання становило 34,1%, у 2005 – 53,9%, у 2006 – 17,5% і за 2007 рік монетарна база збільшилася ще на 46%, досягнувши 141,9 млрд грн. [3, с. 4].

Як і в Росії, саме операції на валютному ринку були головним каналом розширення грошової пропозиції в українській економіці. При цьому більша частина додаткової грошової маси в Україні спрямовувалася на споживання імпортованих товарів. Збільшення грошової маси стало головними чинником високого рівня інфляції: 16,6% у 2007 році; а ціни виробників промислової продукції зазнали ще більшого зростання – 23,3% за рік. Така ситуація погіршила конкурентоспроможність продукції, виробленої в Україні.

У результаті у 2005–2008 роках, на відміну від 1999–2004 років, торговельний баланс України є від'ємним. Негативний торговельний баланс частково компенсується позитивним сальдо послуг України, яке за всі роки незалежності

постійно приймає позитивне значення. Це пов'язано, насамперед, з вигідним геоекономічним положенням країни і наявністю на її території нафто- і газопроводів, які використовуються для транспортування російських енергоносіїв у Європу. Однак, починаючи з 2006 року, позитивне сальдо послуг вже не компенсує від'ємний торговельний баланс країни. У 2007 році баланс торгівлі товарами та послугами України становив $-7,88$ млрд дол., а лише за перше півріччя 2008 — $-7,94$ млрд дол. [1, с. 1179].

Наявність в Україні активів, які контролюються закордонними інвесторами, призводить до відтоку капіталу з країни у зв'язку з вивезенням доходів від іноземних капіталовкладень. За цією статтею платіжного балансу в період з 1996 по 2007 роки з України було вивезено 17,5 млрд дол. При цьому слід зазначити, що вивезення фінансових ресурсів з України по цій статті платіжного балансу, як і у Росії, обумовлено і відтоком капіталу, пов'язаним з виплатою відсотків за портфельними інвестиціями, включаючи державні боргові зобов'язання, та кредитами. Вивезення українських капіталовкладень за кордон призводить до надходжень у країну капіталу у вигляді доходів від іноземних інвестицій. При цьому суми доходів українських інвесторів за кордоном (3,7 млрд дол. за період з 1996 по 2007 роки) значно менше доходів, вивезених іноземними інвесторами з національної економіки, і сальдо доходів від закордонних інвестицій України постійно набуває негативні значення.

Постійне падіння купівельної спроможності національної валюти підвищує вартість кредитів в економіці, що погіршує умови кредитування національних підприємств та змушує їх збільшувати обсяги запозичень за кордоном.

Станом на 1 квітня 2008 року обсяг валового зовнішнього боргу України досяг 92,5 млрд дол. (61% від ВВП; 135,7% від експорту товарів та послуг), з них 77 млрд дол. (83,3%) — це заборгованість приватних секторів економіки. Приріст зовнішніх зобов'язань лише у I кварталі 2008 року становив 8 млрд дол. (9,4%) і склався, як і в попередні роки, в результаті суттєвого зростання боргу в банківському секторі (на 3 млрд або 9,8%) та інших секторах економіки (на 4,6 млрд або 12%). У структурі валового зовнішнього боргу України за фінансовими інструментами привалюють кредити — 58,6% (54,2 млрд дол.; 35,7% від ВВП). За ними йдуть: боргові цінні папери — 18,1% (16,7 млрд дол.; 11% від ВВП), в т. ч. за єврооблігаціями (державними, місцевих органів самоврядування, фінансового та корпоративного секторів) — 14,8% (13,7 млрд дол.; 9% від ВВП); торгові кредити — 17,8% (16,5 млрд дол.; 10,9% від ВВП); обсяги зобов'язань за депозитами та залишками коштів на лоро-рахунках нерезидентів — 4,7% (4,4 млрд дол.; 2,9% від ВВП); інші зобов'язання — 0,8% (0,8 млрд дол.; 0,5% від ВВП). Основною валютою зовнішніх запозичень України залишається долар США, його частка становить 78,4% [4].

Протягом останніх двох років зовнішній борг України збільшився на 126%. У результаті міжнародна інвестиційна позиція України постійно погіршується. Так, якщо наприкінці 2003 року сумарні міжнародні активи України на 11,7 млрд дол. поступалися всім (державним і приватним) міжнародним зобов'язанням країни, то у 2006 році різниця становила 19,9 млрд дол., а на початку 2008 року — 31,4 млрд дол. У структурі міжнародних активів, що контролювалися українськими інвесторами наприкінці 2007 року (90,2 млрд дол.), частка прямих іноземних інвестицій становить 6,7%, частка портфельних — 0,1%, частка інших інвестицій — 57,2% і частка резервних активів — 36%. Слід зазначити, що Україна, на відміну від багатьох інших країн, для покращення чистої міжнародної інве-

стиційної позиції додає до активів обсяги готівкової іноземної валюти, що знаходяться поза банківською системою. У структурі активів, що контролювалися іноземними інвесторами в Україні (121,6 млрд дол.), частка активів, пов'язаних з прямими іноземними інвестиціями, становить 31,3%, з портфельними – 15,3%, з іншими – 53,4%. Серед портфельних інвестицій, залучених до України, преважують капіталовкладення в боргові зобов'язання – 16,5 млрд дол. [1, с. 1180].

Отже, обсяг зовнішнього боргу України, на відміну від Росії, вже суттєво перевищує вартість ліквідних активів, що контролюються національними інвесторами та державою. І ця ситуація є досить небезпечною: навіть незначне коливання міжнародної або національної фінансової ліквідності, обумовлене змінами світової цінової кон'юнктури або погіршенням умов зовнішнього кредитування, може спричинити значний відтік капіталу з країни, що неминуче призведе до валютно-фінансової кризи в Україні.

Така ситуація зумовлена суттєвим зростанням протягом 2005–2007 років незбалансованого платоспроможного попиту в економіці України, обумовленим наступними чинниками: валютною політикою, спрямованою на підтримку фіксованого курсу національної грошової одиниці відносно американського долара – операції на валютному ринку були головним каналом розширення грошової пропозиції в економіці; державною кредитно-грошовою політикою, спрямованою на подолання інфляції в умовах фіксованого валютного курсу та профіциту платіжного балансу, яка призвела до збільшення обсягів зовнішніх заборгованостей приватного сектора, що були значно дешевшими відносно національних кредитів; постійним збільшенням видатків бюджету, обумовленим не лише економічним зростанням, а й посиленням податкового навантаження на працюючі підприємства та доходами від приватизації державного майна.

Саме тому для підтримки стабільності національної фінансової системи НБУ слід застосовувати більш гнучкі стратегії на валютному ринку, зокрема відмовитися від прив'язки гривні до долара і перейти до формування курсу гривні на підставі корзини валют та, у разі необхідності, використовувати валютну політику як інструмент стерилізації грошової маси. А Уряду та Верховній Раді слід зафіксувати збільшення бюджетних видатків рівнем зростання ВВП, уникаючи прийняття дефіцитних державних бюджетів.

Література

1. *International Monetary Fund. Monthly Survey of International Financial Statistics.* Washington. – 2008 — № 10.
2. *Центральный банк России. Платёжный баланс и внешний долг Российской Федерации // Вестник Банка России.* – 2008. — № 42–43.
3. *Національний банк України. Монетарний огляд за 2007 рік [Електронний ресурс].* – Режим доступу: [//www.bank.gov.ua/Publication/Analytical/Mon_review/2007/2007.pdf](http://www.bank.gov.ua/Publication/Analytical/Mon_review/2007/2007.pdf)
4. *Національний банк України. Зовнішній борг України станом на кінець I кварталу 2008 року [Електронний ресурс].* – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/Balance/Debt/ExtDebt_report_Q1_2008.pdf

С. А. Якубовский

Одесский национальный университет имени И. И. Мечникова

**ВАЛЮТНО-ФИНАНСОВЫЕ ПРИЧИНЫ УВЕЛИЧЕНИЯ ВНЕШНЕГО ДОЛГА
УКРАИНЫ И РОССИИ**

Резюме

В статье определены валютно-финансовые факторы, влияющие на международную конкурентоспособность экономик Украины и России. Исследованы особенности формирования торговых балансов, сальдо текущих операций и финансовых операций двух стран. Выявлена динамика международных инвестиционных позиций и валового внешнего долга Украины и России. Предложены пути повышения устойчивости финансовой системы Украины.

Ключевые слова: платежный баланс, внешний долг, международная инвестиционная позиция.

S. A. Yakubovskiy

Odessa National University of I. I. Mechnikov

Summary

Yakubovskiy S. O. Currency-Financial Factors Influence on the Foreign Debt of Ukraine and Russia Increasing. The article is devoted to determine the currency-financial factors that influence on the international competitiveness of national economics of Ukraine and Russia. The balances of trade, current account and financial operations of the countries are explored. Structure and dynamics of the countries international investment positions and foreign debt are analyzed. The ways of Ukraine's financial stability increasing are suggested.

Key words: balance of payments, foreign debt, international investment position.