

О. О. Линник

Формування зовнішнього державного боргу України у 2010-2014 рр.: причини та наслідки

Визначено основні причини накопичення зовнішнього державного боргу в Україні протягом 2010-2014 рр. Основний акцент зроблено на аналізі невідпрацьованих уроків залучення позикових коштів і неврахуванні досвіду зарубіжних країн у подібних чи аналогічних ситуаціях, а також здійснено аналітичний огляд видатків Держбюджету на капітальні інвестиції в розрізі регіонів. За результатами проведеного дослідження виявлено неінвестиційний характер використання зовнішніх позик державного сектору, про що свідчать критично малі обсяги фінансування капітальних інвестицій протягом аналізованого періоду у досліджуваних областях. До невідпрацьованих уроків також віднесено непродуману політику обмінного курсу, надмірне накопичення зовнішньої державної заборгованості на тлі стрімкої девальвації, падіння ВВП і відтоку капіталу, брак фіскальної дисципліни та втрату співпраці з МВФ, яку вдалося відновити лише із середини 2014 р. У найближчому майбутньому варто очікувати на два потенційні ризики для обслуговування державної заборгованості – підвищення світової відсоткової ставки та подорожчання долара щодо інших світових валют. Перспективами подальших досліджень у цьому напрямі є дослідження можливостей інвестиційного відновлення у регіонах і зміна пріоритету державної політики від дотаційного до інноваційного фінансування.

Ключові слова: зовнішній державний борг, стабілізаційна політика, капітальні інвестиції, МВФ, ефективність.

Розвиток економіки в Україні у 2014 р. показав різко виражені негативні тенденції. За підсумками року ВВП України скоротився на 6,7%, інфляція досягла 25%, золотовалютні резерви знизилися до 5,6 млрд дол., а знецінення валюти встановило історичний рекорд – 100% у річному вираженні. Стрімка девальвація була спровокована в тому числі і значним нагромадженням зовнішньої державної заборгованості та негативними настроями на ринку. Якщо раніше уряд ще вдавався до валютних інтервенцій для підтримки стабільності обмінного курсу, то відповідно до вимог МВФ з 7 лютого 2014 р. НБУ перестав підтримувати курс гривні з допомогою інтервенцій. Дефіцит Державного бюджету змусив НБУ вдаватися до емісії, що призвело до зростання грошової маси на 44,851 млрд грн, або на 4,9%.

Попри фундаментальні економічні проблеми ситуацію погіршив конфлікт у східних регіонах України, інвестиційна привабливість яких різко знизилася і, судячи з останніх подій, її навряд чи вдасться відновити в найближчий час. Щобільше, негативного впливу зазнають регіони-сусіди із зоною протистояння через порушення інфраструктури та економічних зв'язків, попри їхні попередні досягнення. Історія свідчить, що ледь помітний приріст інвестицій і розвиток бізнесу спостерігається лише через десятиліття після закінчення конфліктів [1]. Сприяння від держави не доводиться очікувати через значний бюджетний дефіцит і державний борг, а лєвова частка допомоги від МВФ іде на погашення державної заборгованості минулих років. Характерно, що навіть у мирний час видатки з Держбюджету в ці та інші регіони України мали радше дотаційний характер, а частка капітальних інвестицій була критично низькою, що свідчить про неефективне використання зовнішніх державних позикових коштів протягом аналізованого періоду.

У такому аналітичному контексті практичний інтерес викликають причини стрімкої акумуляції зовнішньої державної заборгованості протягом 2010-2014 рр. та ефективність використання позикових коштів, а також можлива економічна політика у ретроспективі на прикладі позитивного досвіду зарубіжних країн у подібних або аналогічних ситуаціях.

У вітчизняній і зарубіжній літературі питанню державного боргу приділена належна увага. Зокрема, зарубіжні дослідники, такі як К. Чечеріта і Ф. Ротер [16], К. Рейнхарт, К. Рогофф і М. Савастано [25] дослідили критичний рівень державної заборгованості до ВВП і його вплив на економічний розвиток. В Україні у дослідження державної заборгованості значний вклад зробили Т. П. Вахненко та В. В. Козюк, які розглядали проблему через призму трансформаційного процесу. Питанням інвестиційної забезпеченості займалися вчені Київського національного університету ім. Шевченка, зокрема А. В. Ставицький [12], а в регіональному розрізі – Н. В. Слушаєнко [10]. Водночас недостатньо вивченими залишаються особливості накопичення державного боргу в Україні протягом останніх років, у тому числі і в умовах конфліктної ситуації на сході України, а також можливості ефективного використання залучених коштів.

Метою статті є дослідження особливостей акумуляції зовнішнього державного боргу протягом 2010-2014 рр., що зумовило вирішення кількох практичних завдань: а) виявлення основних причин накопичення заборгованості; б) оцінка використання позикових коштів на інвестиційні цілі, що в теорії сприяє економічному розвитку та створює можливості для своєчасного розрахунку за зовнішніми зобов'язаннями; в) врахування інших потенційних ризиків для обслуговування боргу.

З осені 2008 р. в Україні відбулося стрімке зростання державної заборгованості (рис. 1), що виглядає наслідком стабілізаційної політики після виникнення світової фінансової кризи, однак насправді головною мотивацією експансійної фіскальної політики було «рятування» банківської системи. Фактично в Україні відбулася заміна частини приватного боргу на державний борг. Раніше таке спостерігалось у 1997-1998 рр. у Південній Кореї та Таїланді, де уряд взяв на себе зовнішні зобов'язання банків та інших фінансових посередників, а також у країнах Латинської Америки – від початку 1980-х рр., що стало сумною «традицією» для найбільших країн регіону (Аргентина, Бразилія, Мексика, Чилі).

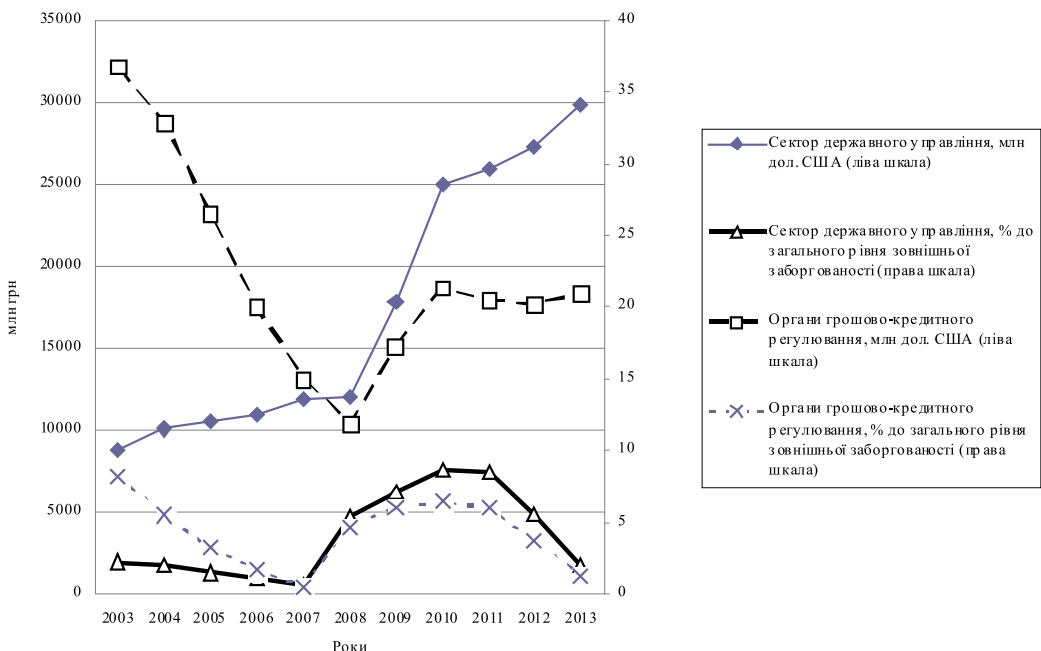


Рис. 1. Рівень боргу сектору державного управління та органів грошово-кредитного регулювання протягом 2003-2013 рр. [8].

У Південній Кореї протягом 1996-1999 рр. державний і гарантований державою борг зріс щодо ВВП з 8,8% до 29,5%, а в Таїланді – з 15,7% до 50,3 % відповідно, левова частка позик використовувалась на порятунок банківської системи [17, с. 70]. У Мексиці у вересні 1982 р. було націоналізовано 58 з 60 комерційних банків, однак за станом на початок 1990-х рр. лише 18 з них функціонували [28, с. 5]. В Україні першими, хто зіткнувся із серйозними фінансовими проблемами, стали банки «Надра» та «Промінвестбанк». Три інших банки довелося націоналізувати: «Родовід Банк» (на 99,99%), «Укргазбанк» (87,72%) і «Київ» (99,94%). Характерно, що понад рік після рекапіталізації жоден з цих банків не зміг відновити свою діяльність. Загалом це відповідає практиці країн Латинської Америки, де так звані «зомбі»-банки, що не виконують функції банківської установи, стали поширеним побічним ефектом криз платіжного балансу, коли девальвація грошової одиниці створювала невідповідність валютної позиції, а втрата депозитів довершувала негативний вплив.

Невідпрацьованих уроків державних запозичень періоду 2010-2014 рр. відразу кілька:

1. У 2010 р. (під час відновлення державних запозичень на зарубіжних фінансових ринках) треба було піти на обмежену ревальвацію грошової одиниці до 6,5-7 грн за долар, а в 2012 р. навпаки – піти на керовану девальвацію гривні до початкового рівня 8-8,5 грн за долар. Переоцінений обмінний курс може мати низку переваг у вигляді нижчої інфляції та поліпшення сальдо бюджету, однак може супроводжуватися значним погіршенням сальдо поточного рахунку. Р. Фаїні та Д. Кресані вважають, що навіть за умови значних зовнішніх запозичень утримання обмінного курсу на завищеному рівні може бути коштовним. Короткострокові переваги переоціненого обмінного курсу зникають у середньостроковій перспективі через потенційно дестабілізуючі ефекти на поточний рахунок, що може стати передумовою для ще більшої девальвації. Для дотримання макроекономічної стабільності дуже важливо зменшити зовнішній борг навіть за умови достатніх валютних резервів. Політика скорочення дефіциту бюджету і зменшення зовнішнього боргу знижує чутливість фіскальних показників до змін обмінного курсу навіть у короткочасному періоді, що підвищує ефективність антиінфляційної політики як чинника економічного зростання [19].

Показовим у цьому плані є досвід Туреччини. Зростання довіри в економіці та краща монетарна політика створили стимули для зміцнення ліри після 2002 р. Між 1999 і 2007 рр. реальний обмінний курс на основі споживчих цін (CPI) підвищився на 30% проти євро. Центральний банк, який отримав незалежність у 2001 р., успішно знизив інфляцію до 8,6% в 2004 р. проти 55% у 2000 р. Оскільки більша частина державної заборгованості була номінована або прив'язана до іноземної валюти, зміцнення ліри дозволило суттєво знизити заборгованість країни. Задля покращення інвестиційного та бізнес-клімату за участю представників бізнесу, представників міжнародних інституцій і ТНК було засновано консультативний орган (Investment Advisory Council), який співпрацює з урядом щодо змін у законодавстві [21].

У більшості країн з так званими виникаючими ринками (англ. *emerging markets*) зовнішній і внутрішній борг, номінований в іноземній валюті, відіграє вагомую роль у структурі фінансування державного сектору, оскільки немає можливостей для емісії боргових зобов'язань у місцевій валюті. Таке інституційне обмеження відоме як «первородний гріх» (англ. *original sin*) [18]. Тенденція до зниження державного боргу (% від ВВП) на початку 2000-х рр. відбувалася синхронно та інтенсивніше в багатьох країнах через зниження зовнішньої заборгованості, що відбувалося завдяки зміцненню національних валют та акумуляції валютних резервів. Фінансові можливості багатьох країн, що розвиваються, покращилися через зниження фіскальної чутливості.

Тоді як валютні кризи позначаються «вибуховим» підвищенням державного боргу в країнах зі значною часткою зобов'язань в іноземній валюті, зміцнення грошової одиниці може суттєво зменшити борг та вплинути на структуру боргу. Приміром, російський рубль зміцнів на 64% між 1999 і 2005 рр., турецька ліра – на 44% між 2001 і 2005 рр., бразильський реал – на 26% між 2002 і 2005 рр. Сприятливу ситуацію на «виникаючих» ринках підтверджує динаміка суверенних спредів, які звузилися зі зростанням надходжень капіталу [14].

2. Державні запозичення не мають довгострокового інвестиційного характеру. Боргове фінансування продуктивних інвестицій сприяє економічному зростанню в короткочасній перспективі, але тягар обслуговування боргових зобов'язань негативно впливає на довгострокову перспективу. Щобільше, якщо початковий фіскальний стан близький до рівноважного, боргове фінансування державних інвестицій не обов'язково поправлятиме нестачу довгострокових інвестицій державного сектору. Навпаки, нестача державних інвестицій може стати прямим наслідком надмірних державних запозичень. Однак, на випадок початкових дисбалансів дефіцитне фінансування продуктивних інвестицій може генерувати оптимістичні очікування, які дозволять економіці перейти до вищої траєкторії економічного зростання. На жаль, вибір між оптимістичними та песимістичними поглядами на майбутнє зазвичай не залежить від уряду і може мати несприятливі наслідки в разі появи песимістичних очікувань.

В Україні значна частка капітальних видатків не має економічно обґрунтованого спрямування. Порівняно з іншими розвинутими країнами, зокрема Європейського Союзу, відсутній механізм регулювання державних капіталовкладень, особливо на регіональному рівні, прозорості їх використання, доцільності застосування та моніторингу ефективності. Якщо у європейських країнах перевага надається інфраструктурі (транспорт і зв'язок), то в Україні половина всіх коштів (у вигляді прямих і непрямих субсидій) спрямовано у промисловість, енергетику, будівництво та сільське господарство [7]. За такого «сприяння» розвитку, а саме підтримки нерентабельних підприємств та низької ефективності інноваційних проектів, держава фактично перешкоджає здоровій конкуренції, що в розвинутому суспільстві служить запорукою економічного прогресу. Така політика призводить до корупції й унеможливорює ефективний розвиток економіки.

У цьому теоретичному контексті розглянемо інвестиційну активність у регіонах, зокрема у Хмельницькій, Закарпатській, Волинській, Луганській, Харківській, Одеській, Київській та Дніпропетровській областях¹ (рис. 2).

Як видно з рисунка, попри незначні загальні обсяги капіталовкладень (найменшими серед аналізованих областей вони були у Хмельницькій, Закарпатській і Волинській, а найбільшими у Дніпропетровській областях) загалом по Україні найвищі показники приросту спостерігалися у 2012 р., особливо у Харківській області. Це частково може пояснюватися видатками Держбюджету на підготовку до чемпіонату Євро-2012. Однак що стосується припливу прямих іноземних інвестицій (ПІІ), то ситуація дещо відрізняється. Приріст ПІІ був незначним, найбільший спостерігався в Черкаській області і становив 1,6% від загальноукраїнської суми прямих іноземних інвестицій. Загалом у 14 регіонах частка акумульованих ПІІ в загальній сумі становила менше 1%. Така ситуація відображає значні диспропорції в надходженні ПІІ: лише у двох регіонах (Дніпропетровська область та Київ) було акумульовано майже дві третини всіх іноземних інвестицій у країну [9]. Очевидно, що на фоні нестійкої фіскальної позиції уряду іноземні інвестори обережно розглядали Україну як цільовий напрям фінансування.

Макроекономічна нестабільність, що дедалі більше поглиблюється через політичні протистояння в багатьох країнах і регіонах, посилює невизначеність для

¹ Області обрано відповідно до галузевої кластерної класифікації за [25].

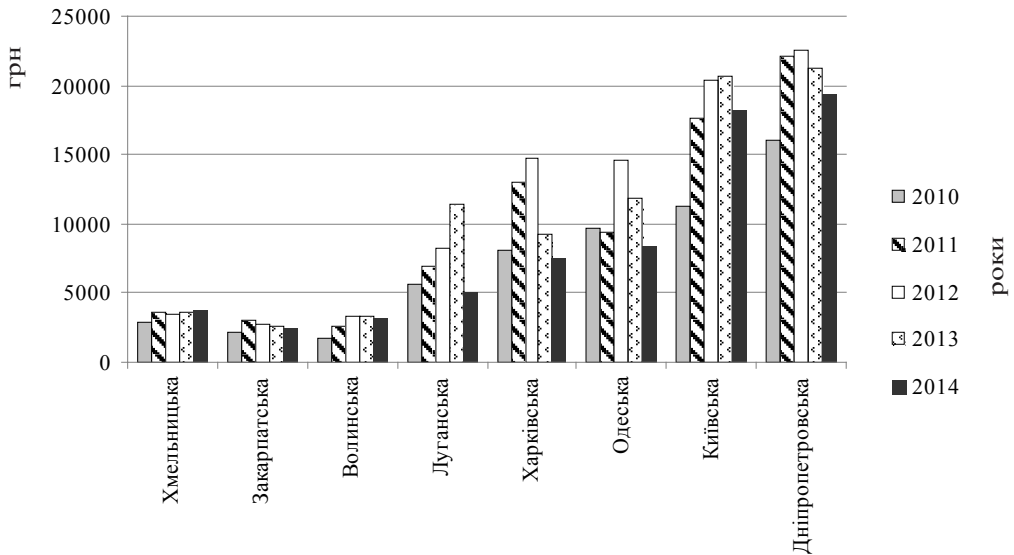


Рис. 2. Загальні обсяги капітальних інвестицій у розрізі регіонів протягом 2010-2014 рр., млн грн.

Складено автором на основі статистичних даних Головного управління статистики у відповідних областях [3]. Через велику кількість прямих посилань на статистичні джерела, подано загальне, де розміщено аналізовані статистичні дані.

інвесторів, а разом з тим зайняття ними вичікувальної позиції. Як результат – глобальні прямі іноземні інвестиції (ПІІ) у 2012 р. скоротилися на 18% – до 1,35 трлн дол., тобто лише трохи перевищили рівень кризового 2009 р. [20 с. 4]. За оцінками міжнародних інвесторів, економічна та політична невизначеність будуть характерними і для 2015 р., а тому обсяги ПІІ залишаться на рівні 2012-2014 рр.

Протягом аналізованого періоду виразно помітно, що в загальній структурі капітальних інвестицій частка фінансування з Державного бюджету є критично низькою, а тому доводиться констатувати безперечний факт радше споживчого та «рятувального», аніж інвестиційного спрямування залучених зовнішніх позик (рис. 3). Якщо у 2011 р. аналізований показник становив 11,6% та 11,5% для Харківської та Луганської областей відповідно, то надалі він демонструє стійку тенденцію до зниження у всіх аналізованих областях і за станом на 2014 р. не перевищує «межі» у 2%.

Прикладами успішної реалізації державних проектів є Норвегія та Чилі. У Норвегії в 2000 р. запроваджено дворівневу Систему забезпечення якості (англ. Quality Assurance Scheme – QAS), спрямовану на підвищення якості інвестиційних проектів через відокремлення політики від прийняття адміністративних рішень. У Чилі Національна інвестиційна система (англ. National investment System – NIS), що підпорядковується Міністерству планування, має кілька інституційних запобіжників для забезпечення належного менеджменту державних інвестиційних проектів. За законом усі державні інституції, включно з міністерствами, місцевими адміністраціями та державними підприємствами, мають подавати запит до НІС для фінансування інвестиційних програм або проектів. Метою є покращення якості державних інвестицій через обрання проектів з найбільшою соціальною корисністю. Більш комплексні та дорогі проекти вимагають оцінки на кожному етапі [15].

3. Державний борг завеликий як для України. Це створює побоювання учасників ринку, які матеріалізуються у підвищеному попиті на іноземну валюту та «вичікувальній» позиції інвесторів. У нестабільному середовищі, інвестори продовжують займати опцію очікування щодо коштовних і ризикованих

**Формування зовнішнього державного боргу України
у 2010-2014 рр.: причини та наслідки**

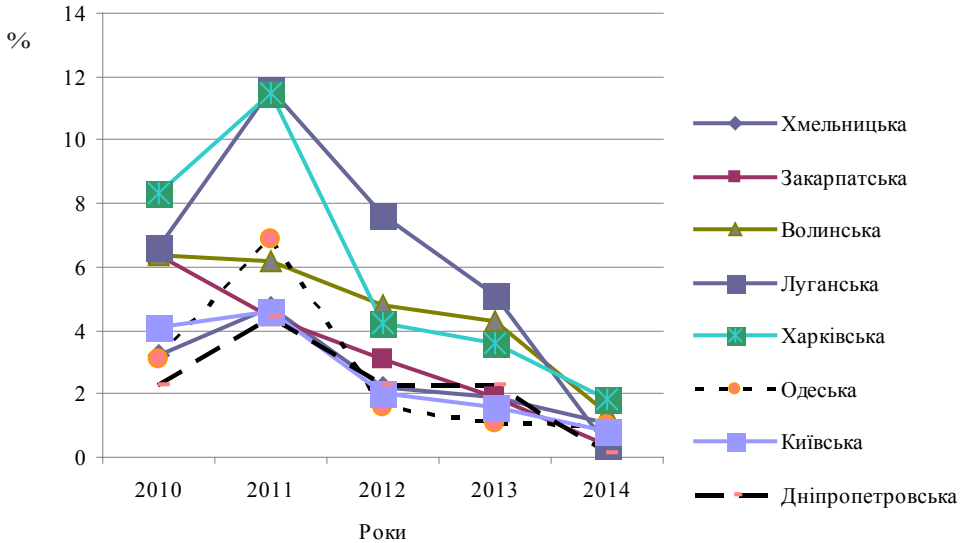


Рис. 3. Частка фінансування з Державного бюджету у загальній структурі капітальних інвестицій за регіонами протягом 2010-2014 рр., %.

Складено автором на основі статистичних даних Головного управління статистики у відповідних областях [3]. Через велику кількість прямих посилань на статистичні джерела, подано загальне, де розміщено аналізовані статистичні дані.

проектів навіть за умови поліпшення фундаментальних чинників [27]. Підвищена нестабільність може призвести до дислокації ресурсів на користь нижчих за якістю інвестиційних проектів, які обмежують підвищення продуктивності праці [23, с. 6], що є характерним для України.

Останнім часом отримано численні емпіричні свідчення на користь нелінійного впливу державного боргу на економічне зростання. Універсальною рисою більшості праць є нижче «порогове» значення боргу для країн, що розвиваються, порівняно з розвиненими країнами («боргова нетолерантність»). К. Рейнхарт, К. Рогофф і М. Савастано визначають безпечний розмір зовнішнього боргу для таких країн на рівні 15% від ВВП. Борговий «пори́г» залежить від інфляційної передісторії та випадків дефолту, маючи стосунок до боргової нестабільності, реструктуризації і доступу до ринків капіталу [25]. Натомість для 12 країн ЄС К. Чечеріта і Ф. Ротер безпечний «пори́г» державних запозичень визначають на рівні 90-100%, в окремих випадках – 70-80% від ВВП. Урядовий борг впливає на економічне зростання через: (1) приватні заощадження, (2) державні інвестиції, (3) загальний фактор продуктивності та (4) суверенні довгострокові номінальні та реальні відсоткові ставки [16]. У пізнішому дослідженні К.М. Рейнхарт і К. Рогофф визначають для країн, що розвиваються, що при досягненні зовнішнім боргом 60% від ВВП щорічне зростання скорочується на 2%; а при вищих показниках – знижується вдвічі. Натомість учені не знаходять зв'язку між зростанням зовнішньої заборгованості та інфляцією, що не характерно для країн з низькими доходами [24]. Однак, як влучно зазначає В. В. Козюк, боргова стабільність сама по собі ще не гарантує безпроблемної платоспроможності, оскільки остання значною мірою спирається на інтерпретацію економічними агентами можливостей урядів обслуговувати свої боргові зобов'язання [5].

За станом на початок 2015 р. ситуація в Україні виглядає балансуванням на межі дефолту. Ще влітку 2014 р. міжнародне рейтингове агентство Moody's знизило рейтинг України до рівня Саа3 (з негативним прогнозом від 19 грудня

2014 р.). Агентство Standard & Poor's Ratings Services знизило довгостроковий суверенний кредитний рейтинг України в іноземній валюті до рівня «ССС-» з «ССС», а довго – і короткострокові суверенні кредитні рейтинги в національній валюті – до рівня «ССС+/С» з «В-/В». Проте підтверджено короткостроковий суверенний кредитний рейтинг в іноземній валюті на рівні «С» (з негативним прогнозом) [13]. Оскільки ситуація поглиблюється труднощами обслуговування і погашення державної заборгованості в найближчі роки, не виключена можливість реструктуризації українських боргів, на необхідності якої останнім часом активно наголошується. Згідно з даними НБУ, за період з 1 жовтня 2014 р. до 1 жовтня 2015 р. уряд України, банки і корпоративний сектор мають погасити боргів на суму 58,5 млрд дол. [6]. Ситуацію ускладнює те, що 60% урядового боргу номіновано в іноземній валюті [22]. За оцінками МВФ Україні потрібно ще 15 млрд доларів для уникнення фінансової кризи і дефолту. Надання 40 млрд доларів анонсовано на найближчі чотири роки, але Фонд, США та Європа вимагають від українського уряду відповідних структурних реформ [26].

Конфлікт на сході України за участю ядерної держави – Росії – та економічний спад також суттєво погіршили фінансову ситуацію. На початок березня 2015 р. валютні резерви НБУ впали нижче 6 млрд дол. попри те, що вартість обслуговування боргу в 2015 р. перевищує 10 млрд дол. Оскільки менеджери компаній та інвестори намагаються застрахуватися від валютних ризиків і виводять свої активи за кордон, девальваційний тиск на гривню лише посилюється. Така ситуація не виглядає специфічно українською.

4. Брак фіскальної дисципліни. Державні запозичення 2010-2013 рр. не супроводжувалися радикальними кроками щодо підвищення самодостатності довгострокової фіскальної позиції (тарифи на природний газ для населення, ліквідація пільг, підвищення податків на споживання, радикальніше реформування пенсійної системи). Подорожчання природного газу до економічно обґрунтованого рівня для населення було відкладено до «кращих часів», що збільшило щорічний дефіцит «Нафтогазу України» до декількох мільярдів доларів. Зміни до пенсійного законодавства зразка 2011 р. не призвели до зменшення дотацій для Пенсійного фонду, що сягнули майже 40 млрд грн. Уряд Прем'єр-міністра М. Азарова не наважився обмежити споживання за допомогою податків на нерухомість чи предмети розкоші

5. Втрата співпраці з МВФ. Це не лише обмежило надходження коштів з-за кордону, але й підвищило ризики для приватних інвесторів. Намагання компенсувати відсутність позик МВФ отриманням позик від Китаю чи Росії не було успішним. Важливий прорахунок полягав у тому, що український уряд сподівався на близьке відновлення економічного зростання, яке мало зменшити співвідношення «державний борг/ВВП», але цього не сталося. Із середини 2014 р. співпрацю з МВФ було відновлено, але втрата часу з проведенням необхідних економічних реформ далася взнаки. На сьогодні це треба робити на тлі мінімальних валютних резервів НБУ та бойових дій на сході, хоча ще три роки тому (серпень 2011 р.) валютні резерви перевищували 38 млрд доларів, а дії сепаратистів можна було нейтралізувати «малою кров'ю». Хоча, як свідчить досвід фінансування МВФ за минулі роки, ціль забезпечення економічного зростання в Україні мала виключно декларативний характер, оскільки не була підкріплена конкретними механізмами її реалізації [2, с. 44].

Найближчим часом можна очікувати на два додаткових чинники ризику для обслуговування вітчизняного державного боргу:

- подорожчання долара щодо інших світових валют (це може створити ситуацію подібну до ситуації в Аргентині в 1999-2001 рр.), адже зовнішні зобов'язання українського уряду номіновано в американській грошовій одиниці. На користь «міцного» долара промовляють успішне вирішення

енергетичних проблем у США, що зменшило глобальні дисбаланси, які в 2006-2008 рр. вважалися однією з найвагоміших причин для знецінення долара, і триваюча реіндустріалізація, яку стимулює дешевий сланцевий газ. Очевидно, що США першими подолали кризові явища (за підсумком лютого 2015 р. безробіття знизилося до 5,8%), а це означає, що фондовий ринок стане привабливим для інвесторів. Відповідно, можна сподіватися на вплив іноземного капіталу, а це зміцнюватиме долар. Додатковим чинником для зміцнення американської грошової одиниці з певністю стане підвищення ставки рефінансування Федеральної резервної системи, яке очікується не пізніше літа 2015 р.

- подорожчання кредитних ресурсів на світовому фінансовому ринку. Оскільки рівень процентної ставки в США визначає значення процентної ставки на інших регіональних ринках, слід очікувати подорожчання кредитних ресурсів для України. Період низьких процентних ставок не може тривати довше, ніж до осені 2015 р. Після початку висхідного циклу процентної ставки подорожчає обслуговування зовнішнього боргу вітчизняних приватних і державних позичальників.

Неважко припустити, що подорожчання зовнішніх зобов'язань на 1-2 процентних пункти коштуватиме українським позичальниками додаткові 1,5-2,5 млрд дол., а це на сьогодні становить майже половину валютних резервів НБУ. Навіть якщо йдеться про підвищення коштів обслуговування зовнішніх зобов'язань приватного сектору, вітчизняні реалії є такими, що слід припустити «рятування» чергових компаній і фінансових установ коштом Державного бюджету.

Стрімке зростання зовнішньої державної заборгованості з осені 2008 р. розглядалося як вимушена необхідність задля подолання дестабілізуючих ефектів світової фінансової кризи 2008-2009 р. Така політика передбачає відновлення економічного зростання, що дає змогу в майбутньому своєчасно та в повному обсязі обслуговувати зовнішні боргові зобов'язання. Однак на практиці цього не відбулося, а тому невідпрацьованих уроків державних запозичень періоду 2010-2014 рр. кілька, зокрема: а) у 2010 р. слід було піти на обмежену ревальвацію грошової одиниці до 6,5-7 грн за долар, а в 2012 р. навпаки – на керовану ревальвацію до початкового рівня 8-8,5 грн за долар, оскільки короткострокові переваги переоціненого обмінного курсу зникають у середньостроковій перспективі; б) державні запозичення в Україні не мають довгострокового інвестиційного характеру, значна частка капітальних видатків не має навіть задовільного економічного обґрунтування, а частка видатків з Державного бюджету у загальній структурі капітальних інвестицій за регіонами залишається критично низькою та має тенденцію до зниження на фоні кризових явищ у країні; в) державний борг завеликий як для України, враховуючи інфляційну передісторію та випадки дефолту, що створює побоювання учасників ринку і матеріалізується у підвищеному попиті на іноземну валюту та вичікувальній позиції інвесторів; г) брак фіскальної дисципліни, а саме занадто тривале відкладання підвищення тарифів для населення, д) втрата співпраці з МВФ, яку вдалося відновити лише із середини 2014 р. Найближчим часом можна очікувати на два додаткових ризики для обслуговування державної заборгованості, а саме: подорожчання долара щодо інших світових валют і подорожчання кредитних ресурсів на світовому фінансовому ринку.

У статті акцент зроблено на аспектах акумулювання зовнішньої державної заборгованості та низьких інвестиційних видатках з Державного бюджету. Водночас подальше прикладне вивчення необхідне для оцінки майбутніх перспектив відновлення інвестиційної привабливості у зруйнованих областях та покращення інвестиційного клімату в інших регіонах України і зміні пріоритету державної політики від дотаційного до інноваційного фінансування.

Список використаних джерел

1. Вахітов В. Стан хвилі: що втрачають регіони біля зони АТО [Електронний ресурс] // Forbes Україна. – 2014 – 13 серпня. – Режим доступу : <http://forbes.ua/ua/magazine/forbes/1373627-stan-hvili-shcho-vtrachayut-regioni-bilya-zoni-ato>
2. Вахненко Т. П. Стабілізаційні програми Міжнародного валютного фонду та їх адекватність умовам перехідної економіки / Т. П. Вахненко // Економіка і прогнозування. – 2001. – № 2. – С. 42-51.
3. Статистичні дані Держстату України [Електронний ресурс]. – К. : Державна служба статистики України, 2014. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua/>
4. Звіт про виконання бюджету пенсійного фонду України за 2011 рік : аналітична доповідь [Електронний ресурс] / Пенсійний фонд України (затверджений 19 березня 2012, №5-1). – Режим доступу : http://www.pfu.gov.ua/pfu/control/uk/publish/article?art_id=199926&cat_id=94750
5. Козюк В.В. Проблема оптимальної величини державної заборгованості у довгостроковій перспективі // Світ фінансів. – 2012. – №2(31). – С. 17-27.
6. Короткостроковий зовнішній борг України за залишковим терміном погашення [Електронний ресурс] / Національний банк України, 2014. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=63738>
7. Лещенко Н. Інвестиції за рахунок бюджету: що це таке? [Електронний ресурс] / Н. Лещенко // Проект «Популярна економіка: ціна держави»: сайт. – 2014. – 6 грудня. – Режим доступу : <http://costua.com/files/report-infrastructure.pdf>
8. Статистичні дані на 01.01.2015 р. [Електронний ресурс] / Національний банк України. – Режим доступу : http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=44466
9. Рейтинг інвестиційної привабливості регіонів [Електронний ресурс] / Інститут економічних досліджень та політичних консультацій, 2014. – Режим доступу : http://www.ukrproject.gov.ua/sites/default/files/upload/reuting_investiciynoi_privablivosti_regioniv_2014_1.pdf
10. Слушаєнко Н. В. Моделювання інвестиційної забезпеченості регіонального розвитку / Н. В. Слушаєнко // Вісник Запорізького національного університету: Економічні науки. – 2010 – №1(5). – С. 112-115.
11. Соколенко С. Структура кластерних систем по регіонах України [Електронний ресурс] / С. Соколенко // Міжнародна Фундація сприяння ринку : веб-портал. – 2012. – 06.06. – Режим доступу : <http://ucluster.org/blog/2012/06/struktura-klasternikh-sistem-po-regionakh-ukraini/>
12. Ставицький А. В. Розрахунок інвестиційної безпеки в Україні / А. В. Ставицький, О. О. Наумова // Науковий вісник Херсонського державного університету. Серія: Економічні науки. – 2014. – Вип. 5. – Ч. 1. – С. 275-279.
13. Standard & Poor's понизило довгостроковий рейтинг України до рівня «ССС-» через збільшення ризику дефолту. Прогноз негативний [Електронний ресурс] / Міністерство фінансів України. – 2014. – 22.12. – Режим доступу : http://www.minfin.gov.ua/control/publish/article/main?art_id=406143&cat_id=406135
14. Acevedo P., Alberola E., Broto C. Local Debt Expansion Vulnerability Reduction? An Assessment For Six Crises-Prone Countries. Documentos de Trabajo No. 0733. – Madrid: Banco de Espana, 2007. – 38 p.
15. Albino-War M. Making the Most of Public Investment in MENA and CCA Oil-Exporting Countries. – IMF Staff Discussion Note. – Washington: IMF, 2014. – Retrieved from <http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2014/sdn1410.pdf>
16. Checherita C., Rother P. The Impact of High and Growing Government Debt on Economic Growth: an Empirical Investigation for The Euro Area. ECB Working Paper Series No. 1237. – Frankfurt am Main: ECB, 2010. – 40 p.
17. East Asia: Recovery and Beyond: [World Bank Report]. – Washington: World Bank Publications, 2000. – 158 p.
18. Eichengreen B., Hausmann R. Exchange Rates And Financial Fragility. NBER Working Paper No. 7418. – Washington: NBER, 1999. – 54 p.
19. Faini R., Gressani D. Exchange Rate Management and the External Debt Burden: The Case of the Philippines / R. Faini, D. Gressani // Review of Development Economics. – Vol. 2. – Issue 2. – 1998. – P. 123-139.
20. Global value chains: Investment and trade for development [Conference on Trade and Development]. – World Investment Report, 2013. – United Nations. – Online resource. – Retrieved from http://unctad.org/en/publicationslibrary/wir2013_en.pdf
21. Iwulsk A. Reducing Public Debt: Turkey [prepared for Golden Growth: Restoring the Lustre of the European Economic Model by I. Gill, M. Raiser]. – Country benchmarks. – Washington: World Bank, 2011. – Retrieved from <http://www.worldbank.org/en/region/eca/publication/golden-growth>
22. Moody's: Ukraine's economic downturn and deteriorating public finances raise likelihood of bond restructuring next year [Moody's Investors Service]. – Global Credit Research. – 22 Dec 2014. – Way of access: https://www.moody.com/research/Moodys-Ukraines-economic-downturn-and-deteriorating-public-finances-raise-likelihood-PR_315502
23. Pattillo C., Poirson H., Ricci L. What Are the Channels Through Which External Debt Affects Growth? IMF Working Paper No. WP/04/15. – Washinton: IMF, 2004. – 33 p.

24. Reinhart C. M., Rogoff K. S. Growth in a Time of Debt. NBER Working Paper No. 15639. – Washington: NBER, 2010. – 25 p.
25. Reinhart C.M., Rogoff K.S., Savastano M.A. Debt intolerance. NBER Working Paper No. 9908. – Washington: NBER, 2003. – 77 p.
26. S&P cuts Ukraine rating to CCC on default fears [Financial Times]. – Retrieved from <http://www.ft.com/intl/fastft/254391/sandp-cuts-ukraine-rating-ccc-on-default-fears>
27. Servén L. Irreversibility, uncertainty and private investment: Analytical issues and some lessons for Africa / Journal of African Economies // L.Servén. – Vol.6. – Issue 3. – 1997. – P. 229-268
28. Sigmond B. K. Banking regulation in Mexico: Lessons from financial crisis / B.K. Sigmond // Mexican Law Review. – Vol. IV (1). – 2010. – P. 3-38.

References

1. Vakhitov, V. (2014, August, 13). Stan khvyli: shcho vtrachayut' rehiony bilya zony ATO [Condition of wave: what losing regions near zone of ATO?]. *Forbes Ukrayina – Forbes Ukraine*: web-portal. Retrieved from <http://forbes.ua/ua/magazine/forbes/1373627-stan-hvili-shcho-vtrachayut-regioni-bilya-zoni-ato> [in Ukrainian].
2. Vakhnenko, T. P. (2001). Stabilizatsiyni prohramy Mizhnarodnoho valyutnoho fondu ta yikh adekvatnist' umovam perekhidnoyi ekonomiky [Stabilization Programs of the International Monetary Fund and their adequacy to conditions of transition economy]. *Ekonomika i prohnozuvannya – Economics and Forecasting*, 2, 42-51. [in Ukrainian].
3. State Statistics Service of Ukraine (2014). *Website of State Statistics Service of Ukraine*. Kyiv. Retrieved from <http://www.ukrstat.gov.ua> [in Ukrainian].
4. Pension Fund of Ukraine (2012). Zvit pro vykonannya byudzhetu pensiynoho fondu Ukrayiny za 2011 rik [Analytical report on budget performance of the Pension Fund of Ukraine in 2011]. (Adopted on 2012, March 19, 5-1). Retrieved from http://www.pfu.gov.ua/pfu/control/uk/publish/article?art_id=199926&cat_id=94750 [in Ukrainian].
5. Kozyuk, V. V. (2012). Problema optimal'noyi velychyny derzhavnoyi zaborhovanosti u dovhostrokoviy perspektyvi [The problem of optimal value of public debt in the long-term prospect]. *Svit finansiv – World of Finance*, 31(2), 17-27. [in Ukrainian].
6. National Bank of Ukraine (2014). *Korotkostrokovyy zovnishniy borh Ukrayiny za zalyshkovym terminom pohashennya [Short-term external debt of Ukraine on residual maturity]*. Retrieved from <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=63738> [in Ukrainian].
7. Leshchenko, N. (2014, December 6). Investytsiyi za rakhunok byudzhetu: shcho tse take? [Investments through the budget: what is it?]. *Proekt «Populyarna ekonomika: tsina derzhavy» – Project “Popular economics: the value of the state”*: website. Retrieved from <http://costua.com/files/report-infrastructure.pdf> [in Ukrainian].
8. National Bank of Ukraine (2015, January 1). *Statistical data*. Retrieved from <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=63738> [in Ukrainian].
9. Institute for Economic Research and Policy Consulting. (2014). *Reyting investytsiynoyi pryvablyvosti rehioniv [Rating of investment attractiveness of regions]*. Retrieved from http://www.ukrproject.gov.ua/sites/default/files/upload/rejting_investiciynoyi_privablyvosti_regioniv_2014_1.pdf [in Ukrainian].
10. Slushayenko, N. V. (2010). Modelyuvannya investytsiynoyi zabezpechenosti rehional'noho rozvytku [Simulation investment security for Regional Development]. In *Visnyk Zaporiz'koho natsional'noho universytetu: Ekonomichni nauky [Visnyk of Zaporizhzhya National University: Economics]: Vol. 5(1)* (pp. 112-115). Zaporizhzhya. [in Ukrainian].
11. Sokolenko, S. (2014, June 06). Struktura klasternykh system po rehionakh Ukrayiny [The structure of cluster systems in the regions of Ukraine]. *Mizhnarodna Fundatsiya spryannya rynku – International Foundation for the Promotion Market: Web-portal*. Retrieved from <http://ucluster.org/blog/2012/06/struktura-klasternikh-sistem-po-regionakh-ukraini> [in Ukrainian].
12. Stavytskyy, A. V., & Naumova, O. O. (2010). Rozrakhunok investytsiynoyi bezpeky v Ukrayini [The calculation of investment security in Ukraine]. In *Naukovyy visnyk Kherson'skoho derzhavnoho universytetu. Seriya: Ekonomichni nauky [Scientific Bulletin of Kherson State University. Series: Economics]: Vol. 5(1)* (pp. 275-279). Kherson. [in Ukrainian].
13. Ministry of Finance of Ukraine (2014, December 22). *Standard & Poor's ponyzlo dovhostrokovyy reyting Ukrayiny do rinvya «CCC-» cherez zbil'shennya ryzyku defoltu. Prohnoz nehatyvnyy [Standard & Poor's downgraded long-term rating of Ukraine to CCC-level through the increased risk of default. Outlook negative]* Retrieved from http://www.minfin.gov.ua/control/publish/article/main?art_id=406143&cat_id=406135 [in Ukrainian].
14. Acevedo, P., Alberola, E., & Broto, C. (2007). Local Debt Expansion Vulnerability Reduction? An Assessment For Six Crises-Prone Countries. *Documentos de Trabajo*, 0733. – Madrid: Banco de Espana,
15. Albino-War, M. (2014). Making the Most of Public Investment in MENA and CCA Oil-Exporting Countries. *IMF Staff Discussion Note*. Washington: IMF. Retrieved from <http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2014/sdn1410.pdf>
16. Checherita, C., & Rother, P. (2010). The Impact of High and Growing Government Debt on Economic Growth: an Empirical Investigation for The Euro Area. *ECB Working Paper Series*, 1237. – Frankfurt am Main: ECB.

17. World Bank (2000). East Asia: Recovery and Beyond: [World Bank Report]. – Washington: World Bank Publications, 2000.
18. Eichengreen, B., & Hausmann, R. (1999). Exchange Rates And Financial Fragility. *NBER Working Paper*, no. 7418. – Washington: NBER.
19. Faini, R., & Gressani, D. (1998). Exchange Rate Management and the External Debt Burden: The Case of the Philippines. *Review of Development Economics*, Vol. 2, Iss. 2, 123-139.
20. United Nations (2013). Global value chains: Investment and trade for development [Conference on Trade and Development]. World Investment Report. United Nations. Retrieved from http://unctad.org/en/publicationslibrary/wir2013_en.pdf
21. Iwulska, A. (2011). Reducing Public Debt: Turkey [prepared for Golden Growth: Restoring the Lustre of the European Economic Model by I. Gill, M. Raiser]. Country benchmarks. Washington: World Bank, Retrieved from <http://www.worldbank.org/en/region/eca/publication/golden-growth>
22. Moody's Corporation (2014, December 22). Moody's: Ukraine's economic downturn and deteriorating public finances raise likelihood of bond restructuring next year [Moody's Investors Service]. Global Credit Research. Retrieved from https://www.moody.com/research/Moody-Ukraines-economic-downturn-and-deteriorating-public-finances-raise-likelihood-PR_315502
23. Pattillo, C., Poirson, H., & Ricci, L. (2004). What are the channels through which external debt affects growth? *IMF Working Paper No. WP/04/15*. Washington: IMF.
24. Reinhart C. M., Rogoff K. S. Growth in a time of debt. *NBER Working Paper*, no. 15639. Washington: NBER, 2010.
25. Reinhart, C. M., Rogoff, K. S., & Savastano, M. A. (2003). Debt intolerance. *NBER Working Paper*, 9908. – Washington: NBER.
26. Blackden R., & et. al. (2014, December). S&P cuts Ukraine rating to CCC on default fears. *Financial Times*. Retrieved from <http://www.ft.com/intl/fastft/254391/sandp-cuts-ukraine-rating-ccc-on-default-fears>
27. Servén, L. (1997). Irreversibility, Uncertainty and Private Investment: Analytical Issues and Some Lessons for Africa. *Journal of African Economies*, 6, Iss. 3, 229-268.
28. Sigmond, B. K. (2010). Banking regulation in Mexico: Lessons from financial crisis. *Mexican Law Review*, Vol. IV (1), 3-38.

Lynnyk O. O. The formation of the external public debt of Ukraine for 2010-2014: causes and consequences.

The aim of the article is to identify the main causes of foreign public debt accumulation during 2010-2014. Emphasis is put on the lessons not learned from the previous country's experience and that of foreign countries and on the possible risks for future public debt servicing. According to the results of the research it was conducted that the rapid growth of foreign public debt was explained as the forced necessity for overcoming the disturbing effects of world financial crisis 2008-2009. Instead of economic recovery as it was expected by the government the country copied the well-known policy choices that drove it in the debt crisis. Among them are: wrong exchange rate policy that apparently contributed to public debt accumulation; low public capital investments in the regions, which tend to decline (in 2014 they were less than 2% to gross capital investments in the investigated regions), which is an alarm signal against a background of FDI flight, tensions in the east of Ukraine, GDP drop, and «galloping» foreign public debt; in conformance with debt intolerance theory, according to which the debt threshold is lower for low income countries, public debt to GDP level is too high for Ukraine; the neglect of IMF recommendations on rising taxes for public when it could have been not so severe as in the present considering strong impoverishment due to crisis; and involvement of IMF as the creditor of last resort that warms of possible defaultable outcome. In the article the positive experience of other countries is considered, namely of Turkey, where the proper exchange rate policy allowed to maintain the «safe» debt levels or Chile and Norway that are famous for the effective systems of managing public financing (in Norway it's Quality Assurance Scheme and in Chile – National Investment System). Two main risks for future debt servicing are identified – appreciation of dollar and world interest rate rise. As the main stress was laid on the identifying the theoretical aspects of causes and consequences of foreign public debt accumulation the further applied research is encouraged, particularly of the opportunities for investment recovery of the destroyed (Donetsk and Lugansk regions) and other low performing regions and the needed shift from state subsidies to high performing investment and progressive innovations.

Key words: external public debt, adjustment policy, capital investments, IMF, efficiency.

Линник Олександра Олександрівна – асистент кафедри теоретичної та прикладної економіки Національного університету «Львівська політехніка» (e-mail: olexandra.lynyk@yandex.ua).

Lynnyk Oleksandra Oleksandrivna – Assistant of the Department of Theoretical and Applied Economics of the National University «Lviv Polytechnic» (e-mail: olexandra.lynyk@yandex.ua).

Надійшло 17.03.2015 р.