

## **ВПЛИВ ВАЛОВОГО ЗОВНІШНЬОГО БОРГУ НА ЕКОНОМІЧНЕ ЗРОСТАННЯ У КРАЇНАХ З НИЗЬКИМ ТА СЕРЕДНІМ РІВНЕМ ДОХОДІВ**

*Досліджено механізми впливу валового зовнішнього боргу на економічне зростання. Розкрито взаємозв'язок між зовнішнім державним боргом та негарантованим боргом корпоративного сектора. Проаналізовано причини зростання зовнішнього боргу у країнах з низьким та середнім рівнем доходів.*

*The main channels of influence of the gross external debt on the economic growth are examined. The interrelation of external public debt and private nonguaranteed external debt is explored. The main causes of the gross external debt increase are defined as well as their influences as for the emerging and developing economies are estimated.*

*Ключові слова: економічне зростання, зовнішній державний борг, зовнішній корпоративний борг, валовий зовнішній борг, країни з низьким та середнім рівнем доходів.*

*Keywords: economic growth, gross external debt, external public debt, private nonguaranteed external debt, emerging and developing countries.*

Фінансові зобов'язання перед зовнішніми інвесторами становлять одну з найбільших проблем боргової та, як наслідок, економічної безпеки, а питання зменшення зовнішнього боргового навантаження є одним із найважливіших в сучасній теорії державного боргу.

Вплив зовнішнього державного боргу на економічне зростання не є новою проблемою – він був наріжним каменем кейнсіанської економіки розвитку. Зовнішні позики розглядались в кейнсіанських моделях як важливий рушій економічного зростання, що мав би сприяти форсованій індустріалізації країн, що утворились після Другої світової війни, та їх виходу із «зачарованого кола бідності».

В сучасній економічній теорії існує багато досліджень, присвячених впливу на економічне зростання зовнішніх запозичень країн з різним рівнем економічного розвитку та боргового тягаря. Серед провідних західних дослідників, що займаються цією проблематикою, насамперед, варто назвати Д. Елмендорфа, Дж. Ву, М. Кумара, Г. Менк'ю, К. Рейнхарт, К. Рогоффа та ін., серед українських – Т. Богдан, А. Гальчинського, Я. Жаліло, Р. Рака, О. Рожко, О. Царука. Разом з тим, в межах згаданих досліджень основна увага приділяється здебільшого аналізу державного боргу або його зовнішньої компоненти. Проблема ж впливу на економічне зростання валового зовнішнього боргу (як суми державного і гарантованого державою та корпоративного негарантованого зовнішнього боргу) розроблена меншою мірою.

Мета даної статті – дослідити взаємодію зовнішнього державного і корпоративного боргу та розкрити механізми впливу валового зовнішнього боргу на економічне зростання.

Наукова новизна полягає у виявленні та статистичному вимірі впливу основних факторів, що спричиняють приріст валового зовнішнього боргу, а також дослідженні реакції останнього на негативні зміни у зовнішньоекономічній кон'юктурі. В процесі дослідження було з'ясовано, що приріст валового зовнішнього боргу є частково обумовленим необхідністю виконання попередніх боргових зобов'язань.

Зовнішні державні запозичення, безумовно, мають важливе значення для ефективного функціонування економіки країни. На відміну від внутрішніх позик, які означають лише перерозподіл фінансів всередині національної економіки – від приватних інвесторів державному сектору – і спричиняють ефект витіснення приватних інвестицій, зовнішні запозичення створюють додатковий капітал, який не супроводжується ефектом витіснення – ситуацією, коли частина грошей, яка б за інших умов була спрямована на інвестиції у реальний сектор, спрямовується на фінансування державного боргу (купівлю державних цінних паперів) [4, с. 996]. Класична теорія державного боргу стверджує: «Країни, що розвиваються, використовують зовнішні державні запозичення, щоб компенсувати нестачу внутрішніх заощаджень і, таким чином, фінансувати бюджетний дефіцит, не спричиняючи відтоку капіталу з приватного сектора та не вдаючись до інфляційного фінансування» [7, с. 10]. Що стосується зовнішнього боргу корпоративного сектора, національні компанії в країнах з низьким та середнім рівнем доходів, які мають доступ до зовнішніх ринків капіталу, отримують великі переваги, оскільки це дає їм можливість залучати позики в іноземній валюті за нижчими відсотками, ніж на внутрішньому ринку.

Разом з тим, між обсягом валового зовнішнього боргу та економічним зростанням існує обернений зв'язок: у вибірці зі 117 країн, що розвиваються, та з ринком, що формується, у 2010 р. на кожних 10 % ВНД приросту валового зовнішнього боргу припадало падіння темпу економічного зростання (у розрахунку ВВП на одну особу) в середньому на 1,78 в.п. (див. рис. 1).

Зовнішній корпоративний та державний борг є тісно пов'язаними. Зокрема, внаслідок фінансових криз перший має тенденцію конвертуватись в прямий борг державного сектора, що пояснюється наявністю умовних зобов'язань уряду. На підтвердження цього існує безліч прикладів як в Україні, так і за кордоном, що мали місце під час та після фінансово-економічної кризи 2008-2011 рр.

Особливу увагу варто звернути на проблему зовнішньої заборгованості банківського сектора, оскільки саме він став головним каналом поширення фінансової кризи з розвинутих країн на країни з низьким та середнім рівнем доходів, компанії яких переважно не розміщують своїх цінних паперів на міжнародних фондових ринках і, відповідно, є відносно захищеними від девальвації акцій внаслідок зовнішніх шоків. Однак, вони не є захищеними від зростання реальної вартості свого зовнішнього боргу внаслідок девальвації національної валюти, спричиненої кризою банківської системи, – коли відтік капіталу з комерційних банків, обумовлений дією екзогенних факторів та необхідністю виконувати фінансові зобов'язання перед закордонними

інвесторами, спричиняє дефіцит іноземної валюти в економіці. Таким чином, «...знецінення національної валюти, що виникає внаслідок кризи банківської системи, може погіршити фінансовий стан як корпоративного, так і державного сектора, за умови наявності в них значного обсягу боргу в іноземній валюті» [8, с. 25-26]. Також банківський сектор може впливати на обсяг суверенного боргу за умов, коли реальна внутрішня процентна ставка за державними облігаціями перевищує ставку на зовнішніх кредитних ринках. В такому разі міжнародні банки, що функціонують на національному ринку країни-позичальника, мають змогу брати дешеві кредити за кордоном для купівлі державних цінних паперів, керуючись спекулятивним мотивом, що призводить до одночасного зростання як внутрішнього, так і валового зовнішнього боргу.

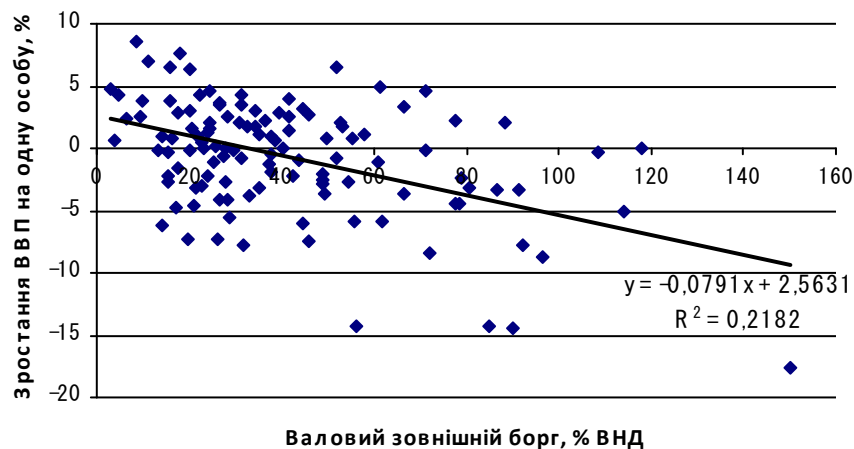


Рис.1. Залежність економічного зростання від величини валового зовнішнього боргу в країнах з низьким та середнім рівнем доходів у 2010 р.

Джерело: розраховано за даними *World Development Indicators & Global Development Finance*

Зовнішній борг негативно впливає на економіку країни-реципієнта насамперед через зростання вразливості до екзогенних шоків: коливання валютних курсів та зовнішньоекономічної кон'юнктури. Оскільки основним критерієм, що відрізняє зовнішній борг від внутрішнього, є валюта, в якій має здійснюватись його обслуговування та погашення, з точки зору економічної безпеки доречніше говорити не про зовнішній державний, а саме про валовий зовнішній борг – як суму державного та корпоративного. За словами У. Паніцца, «у країнах з відкритим рахунком руху капіталів погане співвідношення валюти і терміну погашення боргу є основним джерелом вразливості. Країни, які мають великий обсяг державного боргу, деномінованого в національній валюті, наприклад, Сполучені Штати, є менш вразливими до фінансових криз, ніж ті, що мають великий борг в іноземній валюті, або короткостроковий внутрішній борг» [7, с. 1]. Так результати дослідження К. Рейнхарт та К. Рогоффа (2010) засвідчили, що на відміну від державного (як суми

внутрішнього та зовнішнього) боргу, негативний вплив якого на економічне зростання є нелінійним і помітно збільшується при обсязі понад 90 % ВВП, валовий зовнішній борг має значно нижчий «порог» негативного впливу і різко сповільнює економічне зростання вже на рівні 60 % від ВВП (див. табл. 1).

Таблиця 1. Залежність зростання реального ВВП від рівня державного боргу

Державний борг, % від ВВП				
Значення	<30	30-60	60-90	>90
Розвинуті країни				
Середнє	4,1	2,8	2,8	-0,1
Медіанне	4,2	3,0	2,9	1,6
Країни з ринком, що формується				
Середнє	4,3	4,8	4,1	1,3
Медіанне	5,0	4,7	4,6	2,9
Валовий зовнішній борг				
Середнє	5,2	4,9	2,5	-0,2
Медіанне	5,1	5,0	3,2	2,4

Джерело [9, с. 25]

Коли обсяг валового зовнішнього боргу досягає 60 % від ВВП, річний темп економічного зростання падає приблизно на 2 відсотки, коли ж він досягає рівня понад 90 % ВВП, економічне зростання скорочується приблизно вдвічі [9, с. 3].

Серед основних каналів впливу зовнішніх шоків на обсяг державного боргу варто назвати зовнішню торгівлю, іноземні інвестиції та обслуговування вже наявного зовнішнього боргу. На рис. 2. зображено результати регресійного аналізу залежності чистого приросту валового зовнішнього боргу (показник «flows») від сальдо рахунку поточних операцій (cab), чистих прямих іноземних інвестицій (fdi) та витрат на обслуговування (сплату відсотків та погашення частини основної суми) валового зовнішнього боргу (service).

```
. reg flows cab fdi service
```

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	93
Model	2.1733e+22	3	7.2444e+21	F(3, 89)	=	375.08
Residual	1.7190e+21	89	1.9314e+19	Prob > F	=	0.0000
Total	2.3452e+22	92	2.5491e+20	R-squared	=	0.9267
				AdjR-squared	=	0.9242
				RootMSE	=	4.4e+09

flows	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interva]	
cab	-.1218339	.022105	-5.51	0.000	-.165756	-.0779117
fdi	1.053666	.0603325	17.46	0.000	.9337862	1.173545
service	.4523629	.0406753	11.12	0.000	.3715419	.5331839
_cons	-2.18e+08	5.02e+08	-0.43	0.666	-1.22e+09	7.80e+08

Рис. 2. Результати регресійного аналізу впливу основних каналів розповсюдження екзогенних шоків на приріст валового зовнішнього боргу

Джерело: розраховано за даними World Development Indicators & Global Development Finance

Вибірка складається із 93 країн, що розвиваються, та з ринком, що формується за 2010 рік. Як бачимо, сальдо зовнішньої торгівлі має прямий негативний вплив на приріст валового зовнішнього боргу, що є цілком зрозумілим, адже сальдо рахунку поточних операцій по модулю має дорівнювати сальдо рахунку руху капіталів [5, с.11]. Тобто, якщо за поточними операціями (зовнішня торгівля, розподіл факторних доходів та поточні трансферти) країна витрачає більше валюти, ніж отримує, вона мусить фінансувати свої витрати шляхом залучення іноземних інвестицій чи нарощування зовнішнього боргу. Хоч теоретично можливий і зворотний вплив валового зовнішнього боргу на сальдо зовнішньої торгівлі: збільшення іноземної валюти в обігу сприяє зміцненню курсу національної валюти, що зменшує конкурентоспроможність національних виробників на зовнішніх ринках і обумовлює скорочення вартості чистого експорту. У будь-якому разі, результати емпіричного аналізу в даному випадку підтверджують положення економічної теорії.

Характерним для досліджуваних країн є прямий істотний вплив на приріст зовнішнього боргу витрат на обслуговування попередніх запозичень. Це означає, що країни з низьким та середнім рівнем доходів змушені здійснювати нові позики для обслуговування вже наявних, що, в свою чергу, спричиняє ескалацію зовнішнього боргу, зростання вразливості до зовнішньої кон'юнктури та збільшення навантаження на державні й корпоративні фінанси, пов'язане з обслуговуванням боргу. Серед досліджуваних країн у 2010 р. на обслуговування попередніх позик ішло 45 центів із кожного долара нових зовнішніх запозичень.

Позитивна кореляція між чистим притоком прямих іноземних інвестицій (ПІІ) та чистим приростом зовнішнього боргу, яка на перший погляд може здатися нелогічною, може бути пояснена зростанням довіри інвесторів до платоспроможності держави та національних корпорацій, оскільки збільшення інвестицій, як правило, асоціюється з економічним зростанням та свідчить про сприятливе інституційне середовище в країні. Це підтверджує висновок неокласиків про те, що «...на обсяг залучення зовнішніх позик у країнах, що розвиваються, переважний вплив мають не дефіцит іноземної валюти чи недостатність внутрішніх заощаджень для фінансування інвестицій, а якість ринкових інститутів, рівень накопиченого людського капіталу та адекватність економічної політики, які визначають привабливість зовнішніх зобов'язань певної країни для міжнародних кредиторів» [1, с. 105–106]. Разом з тим, частково це може бути пояснено проблемою «морального ризику» (*moral hazard*), що виникає внаслідок необхідності реструктуризації боргу – коли країни, що є неспроможними виконувати свої фінансові зобов'язання за зовнішніми кредитами, вдаються до нових, дорожчих позик, сподіваючись, що в майбутньому їм вдасться погасити зростаючий борг, уникнувши дефолту. Приватні інвестори, зі свого боку, «активно підтримують таку азартну гру, погоджуючись на пролонгацію терміну погашення боргу в обмін на вищі відсотки» [6, с. 27].

Позитивна кореляція між ПІІ та валовим зовнішнім боргом, однак, не означає наявності зворотного зв'язку. Збільшення державного боргу ніяким чином не

стимулює приросту ПІІ – навпаки має стримуючий ефект. Так дослідження Борензштейна, Коуена і Валенсуели (2007) показали, що суверенні кредитні рейтинги, які, як правило, є стелею корпоративних кредитних рейтингів, мають тенденцію до зниження внаслідок зростання державного боргу, що, фактично, означає подорожчання кредитів для національних компаній і створює дестимулюючий вплив на економічне зростання [3]. Подібного висновку дійшли Ш. Агджа та О. Джеласун (2009), які досліджували взаємозалежність зовнішнього державного і корпоративного боргу в країнах, що розвиваються, та з ринком, що формується. Вони виявили від'ємну кореляцію між цими величинами, що свідчить про нетиповий ефект витіснення, пов'язаний із подорожчанням зовнішніх кредитів для національних фірм через зростання премії за ризик: «Поки в літературі наголошують на тому, що великий обсяг внутрішнього боргу потенційно може спричинити зменшення приватних інвестицій та уповільнити зростання, результати нашого дослідження свідчать, що зовнішній державний борг також може обтяжувати корпоративний сектор країн з ринком, що формується, шляхом зростання вартості їхніх зовнішніх позик» [2, с. 5]. Так само пряма залежність між приростом зовнішнього боргу і ПІІ не означає, що внаслідок погіршення зовнішньоекономічної кон'юнктури, що супроводжується відтоком іноземних інвестицій, державний борг зменшуватиметься. Результати нашої регресії свідчать, що під дією зовнішніх шоків валовий зовнішній борг зростатиме, оскільки дефіцит іноземної валюти, викликаний погіршенням сальдо торгового балансу, поглиблюватиметься внаслідок зменшення інвестиційних надходжень. Збільшення боргового фінансування, в свою чергу, створюватиме додаткове навантаження на державні й корпоративні фінанси, спонукаючи до нових запозичень.

В контексті зовнішнього боргу країн з малим та середнім рівнем доходу особливої уваги заслуговує проблема кредитування з боку міжнародних організацій, які, по-перше, мають цільовий або обумовлений характер, по-друге, становлять левову частку у структурі валового зовнішнього боргу найбідніших країн (див. рис. 3). У Косово, наприклад, обсяг позик міжнародних організацій у 2010 р. складав 100 % від обсягу валового зовнішнього боргу. Останнє пояснюється насамперед тим, що «...у країнах, що розвиваються, де приватні фірми не мають доступу до міжнародного ринку капіталів, держава часто грає роль фінансового посередника: або шляхом гарантування корпоративного зовнішнього боргу, або беручи кредити за кордоном з метою подальшого реперозичення приватному сектору» [7, с. 10].

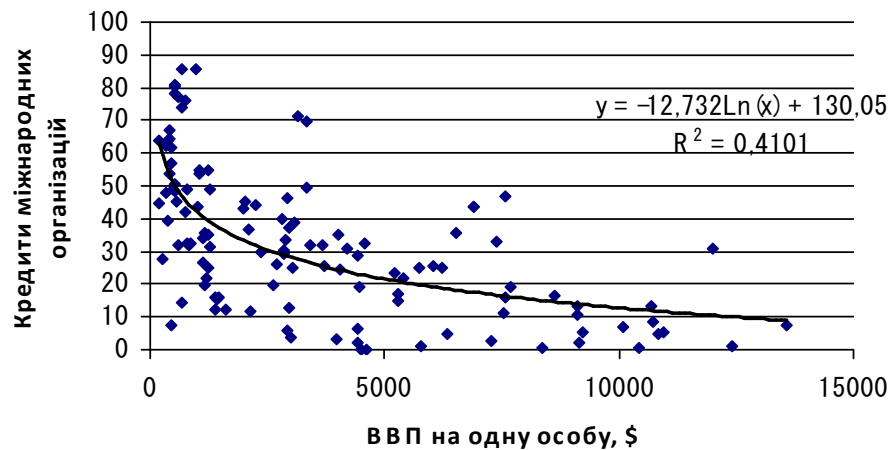


Рис. 3. Залежність обсягу фінансових зобов'язань перед міжнародними організаціями від рівня економічного розвитку країни, 2010 р.

Джерело: розраховано за даними *World Development Indicators & Global Development Finance*

Безумовно, фінансування з боку багатосторонніх організацій (МВФ, СБ) має велике значення для економік країн з низьким та середнім рівнем доходів, оскільки, по-перше, такі кредити надаються навіть тоді, коли приватні інвестори не готові купувати ризикові державні облігації країн, близьких до суверенного дефолту; по-друге, надання позик з боку багатосторонніх організацій країнам, що потерпають від кризових процесів, слугують орієнтиром для приватних інвесторів, підвищуючи довіру до платоспроможності позичальника. Разом з тим, існує низка проблем, пов'язаних з обумовленими кредитами МФВ. Одна із них полягає у тому, що, орієнтуючись на короткострокову перспективу, вони зменшують передумови для довгострокового економічного зростання, оскільки передбачають політику жорсткої бюджетної дисципліни, скорочення соціальних витрат державного бюджету, що означає часткове перенесення останніх на населення та обумовлює погіршення рівня життя, зменшення витрат на освіту, медицину тощо. Окрім того, саме кредити МВФ, часто слугують джерелом виплати спекулятивних відсотків, що поглиблює проблему «морального ризику» [6].

Із здійсненого нами аналізу можна зробити кілька важливих висновків:

1. Зовнішній державний і гарантований борг, з одного боку, та негарантовані корпоративні запозичення, з іншого, є взаємопов'язаними величинами. Спільною ознакою для них є іноземна валюта, в якій здійснюється обслуговування і погашення боргу. Таким чином, вони потребують узагальненого аналізу у термінах валового зовнішнього боргу, оскільки підвищують вразливість економіки до дії зовнішніх шоків.

2. Обсяг валового зовнішнього боргу має обернений вплив на темп економічного зростання. Підтвердженням цього є емпіричні дані більш, ніж ста країн, що розвиваються, та з ринком, що формується, в яких у 2010 р. на кожні додаткові 10 %

від ВНД валового зовнішнього боргу припадало зменшення темпу економічного зростання (у розрахунку ВВП на одну особу) в середньому на 1,78 в.п.

3. На динаміку валового зовнішнього боргу найбільший вплив мають три фактори: прямі іноземні інвестиції, сальдо зовнішньої торгівлі та витрати на обслуговування попередніх позик. Останнє, зокрема, є надзвичайно важливим в контексті розуміння боргової залежності держави від зовнішніх запозичень.

### **Література**

1. Вахненко Т.П. Зовнішні боргові зобов'язання у системі фінансово-економічних відносин. – К.: Фенікс, 2006. – 536 с.
2. Ağca Ş. How Does Public External Debt Affect Corporate Borrowing Costs In Emerging Markets? / Ş. Ağca, O. Celasun // IMF Working Paper, 2009. – No. 266. – 36 p.
3. Borensztein E. Sovereign Ceilings “Lite”? The Impact of Sovereign Ratings on Corporate Ratings in Emerging Market Economies / E. Borensztein, K. Cowan, P. Valenzuela // IMF Working Paper, 2007. – No. 75. – 32 p.
4. Buchanan J. M. External and Internal Public Debt / J. M. Buchanan // The American Economic Review. – 1957. – Vol. 47, No. 6. – P. 995-1000.
5. Elmendorf D.W., Mankiw N.G. Government Debt / D.W. Elmendorf, N.G. Mankiw. – 1998. – 71 p.
6. Palley T. I. Sovereign Debt Restructuring Proposals: a Comparative Look / T. I. Palley // Ethics & International Affairs. – 2003. – Vol. 17, Issue 2. – P. 26-33.
7. Panizza U. Domestic and External Public Debt in Developing Countries / U. Panizza // UNCTAD Discussion Papers, 2008. – No. 188. – 26 p.
8. Reinhart C. From Financial Crash to Debt Crisis / C. Reinhart, K. Rogoff // NBER Working Paper, 2010. – No. 15795. – 46 p.
9. Reinhart C., Rogoff K. Growth in a Time of Debt / C. Reinhart, K. Rogoff // Working Paper presented at American Economic Association Meeting. – January 4. – 2010. – 26 p.