

# Макроекономічні ризики прискореної акумуляції зовнішнього боргу в економіці України

*Шевчук Віктор Олексійович,*  
доктор економічних наук, професор

Упродовж 2005–2008 рр. зовнішній борг України зріс більше ніж утричі (рис. 1), переважно за рахунок банківського і корпоративного секторів.

Не відкидаючи відомих переваг зовнішніх запозичень, як–от збільшення інвестицій, підвищення якості людського капіталу, фінансування дефіциту бюджету, оптимальний розподіл у часі тягаря фінансування суспільно значущих проектів довготривалого користування, підтримання динамічної рівноваги грошово–кредитного ринку тощо, потрібно зважати на потенційні недоліки надмірної акумуляції зовнішнього боргу: стримування інвестиційної діяльності у приватному секторі, підвищення вразливості до фінансових криз, фінансові ризики, загострення бюджетних проблем [1, с. 3; 4, с. 18).

Станом на червень 2008 р. зовнішній борг України сягнув 60 % ВВП, що вдвічі перевищує оптимальне значення для країн з перехідною економікою [4, с. 21].

Разом із значним дефіцитом поточного рахунку (рис. 2) це підвищує вразливість до погіршення цінних співвідношень у зовнішній торгівлі й подорожчання кредитних ресурсів на світових ринках, що може унеможливити отримання нових позик, а

- Показано загальні механізми акумуляції зовнішнього боргу та емпірично оцінено характер основних функціональних залежностей для показників заборгованості уряду та банківського сектору. Виявлено, що зовнішні запозичення вітчизняних банків погіршують сальдо поточного рахунку, підвищують відсоткову ставку і прискорюють інфляцію.

*Ключові слова:* зовнішній борг, сальдо поточного рахунку, інфляція, відсоткова ставка.

- Показаны общие механизмы аккумуляции внешнего долга, проведена эмпирическая оценка основных функциональных зависимостей для показателей задолженности правительства и банковского сектора. Выявлено, что внешняя задолженность отечественных банков ухудшает сальдо счета текущих операций, повышает процентную ставку и ускоряет инфляцию.

*Ключевые слова:* внешний долг, сальдо счета текущих операций, инфляция, процентная ставка

- General mechanisms of the foreign debt accumulation are outlined, with an empirical estimation of main relationships for the government and banking sector debt to follow. It is established that foreign indebtedness of the Ukraine's banks contributes to worsening of the current account, an increase in the interest rate, and acceleration of inflation.

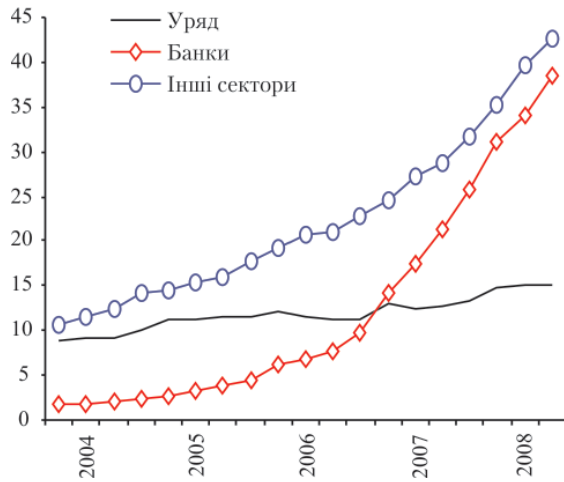
*Key words:* foreign debt, the current account, inflation, interest rate

отже, до відмови від обслуговування зовнішнього боргу – дефолту.

Якщо до азійської кризи 1997–1998 рр. вважалося, що зростання приватного боргу, передусім у корпоративному секторі, не становить небезпеки, то несподіваний «обвал» економіки Південної Кореї довів, що це не так [1, с. 4].

Навіть якщо зовнішні запозичення українських банків і підприємств є надійними на довгострокову перспективу (без загрози дефолту за корейським (1997 р.) чи російським (1998 р.) зразком), несприятливе поєднання короточасних зовнішніх та внутрішніх чинників разом з підвищеною драматичністю політичного життя, може спровокувати так звану «раптову зупинку» пото-

ків капіталу<sup>1</sup>, що з неминучістю позначиться девальвацією гривні та зменшенням внутрішнього попиту, а відповідно – значним спадом виробництва та проблемами у фінансовій сфері.



а)

вдяки фінансовій дисципліні та обмеженій доларизації зобов'язань банківської системи [14].

Попри непоодинокі критичні зауваження щодо ризиків надмірної акумуляції зовнішнього



б)

Рис. 1. Україна: зовнішні заборгованості і сальдо рахунків платіжного балансу, 2003–2008 рр.: а – зовнішні заборгованості (млрд дол.); б – сальдо рахунків платіжного балансу (% від ВВП);

*Примітка:* дані за 2008 р. враховують лише перше півріччя.

*Джерело:* розраховано за даними МВФ International Financial Statistics

Треба зважити на невдалий досвід Аргентини, де поєднання дефіциту поточного рахунку та «раптової зупинки» призвело до відомої кризи 2001–2002 рр., якої цілком можна було уникнути за умови своєчасного обмеження приватного споживання і дефіциту бюджету, а також підвищення конкурентоспроможності експортного сектору [12]. Побожування щодо повторення такого сценарію висловлювалися стосовно країн Центральної і Східної Європи [11; 15]. З іншого боку, заслуговує на увагу позитивний досвід Чилі, де вплив капіталу навіть перевищив аргентинський показник, проте кризових явищ вдалося уникнути за-

боргу загалом, включно з борговою експансією корпоративного сектору [1, с. 4], та супутнього збільшення обсягів кредитування зокрема [5, с. 8–9; 6, с. 8–9; 9, с. 203–207; 10, с. 67–75], бракує об'єктивної емпіричної оцінки впливу зовнішніх заборгованостей на динаміку ВВП і промислового виробництва, обсяги інвестицій та інфляцію, а також прагматичних рекомендацій щодо мінімізації макроекономічних ризиків. Якщо труднощі з обслуговуванням зовнішнього боргу в 1998–1999 рр. були зумовлені урядовими заборгованостями, то сьогодні найпроблемнішими виглядають позики банківського і корпоративного секторів. Потрібно визнати, що останніми двома роками керівництво НБУ разом з обґрунтованими побоюваннями щодо зовнішніх заборгованостей банківської системи досить часто недооцінювало монетарну складову надмірного споживчого попиту та інфляційних процесів [7, с. 3–7].

Прискорена акумуляція зовнішнього боргу в економіці України має всі ознаки створення передумов для фінансової кризи. Нижче розглянуто за-

<sup>1</sup> Під «раптовими зупинками» розуміють системні великі та переважно непередбачувані проблеми з надходженнями іноземного капіталу [14, с. 4]. Практично «раптовою зупинкою» вважають зменшення припливу капіталу на 5 % ВВП протягом року; останніми роками зареєстровано 35 таких випадків [18, с. 10]. Емпіричні дослідження схиляються до висновку, що «раптові зупинки» дійсно пов'язані зі змінами у пропозиції фінансових ресурсів на світовому ринку, але підвищену вразливість окремих країн провокують надмірний дефіцит поточного рахунку і доларизація, які, зі свого боку, є наслідком недостатньо «жорсткої» фінансової і монетарної політики [13].



Якщо зовнішні запозичення збільшують продуктивні інвестиції, то наступне збільшення ВВП (промислового виробництва) збільшує експорт і забезпечує безпроблемне обслуговування зовнішнього боргу. Приміром, Норвегія у середині 80-х років залучала іноземні позики на рівні 10 % ВВП для розробки нафтових родовищ Північного моря. У післявоєнний час успішне використання іноземних запозичень демонстрували Японія та країни Південно-Східної Азії. Проте за останні два десятиліття країнах, що розвиваються, та з перехідною економікою не надали прикладів успішного використання зовнішніх запозичень для збільшення інвестиційного потенціалу, особливо у технологічному секторі. Найчастіше ейфорія полегшеного доступу до кредитних ресурсів завершується глибокими фінансовими кризами. У 70–90-х роках ХХ ст. безумовним «лідером» зі створення таких криз були країни Латинської Америки, проте за останнє десятиліття подібні явища спостерігалися у Південно-Східній Азії (1997–1998 рр.) та Східній Європі, а восени 2008 р. Ісландія продемонструвала, що банкрутом може стати цілком «безпечна» промислова країна<sup>2</sup>.

За умови динамічного економічного зростання пропорційне збільшення податкових надходжень поліпшує сальдо бюджету, що має найменш частково нейтралізувати попит на імпорт, зумовлений зовнішніми запозиченнями. Зазвичай збільшення доходу має антиінфляційний вплив, однак для України відповідні емпіричні оцінки є досить суперечливими [9, с. 525–530]. Якщо не враховувати сальдо бюджету, то поліпшення динаміки ВВП і промислового виробництва має антиінфляційний вплив, однак з урахуванням фіскальної позиції цей результат втрачається.

Збільшення ВВП традиційно вважається чинником зменшення зовнішнього боргу, однак на-

слідком успішного розвитку реального сектору може стати залучення іноземного капіталу на фондовий ринок, що збільшує зовнішньоторгові зобов'язання і може стати джерелом майбутніх проблем у разі відпливу капіталу. Класичною ілюстрацією може стати вплив капіталу з України та Росії восени 2008 р., який відбувся на тлі високого темпу зростання ВВП<sup>3</sup>.

Не виключаючи кризового сценарію подій навіть у разі «інвестиційних» зовнішніх запозичень, найризикованішим є збільшення приватного споживання, яке підвищує попит на імпорт товарів довготривалого користування або провокує подорожчання нерухомості. У 2007 р. експерти МВФ зазначали, що зовнішні запозичення українських банків свідчили як про сприятливі зовнішні умови, так і про потребу фінансування валютних позик, передусім для придбання нерухомості та автомобілів [17, с. 36]. Наприкінці 2006 р. Д. Гридчук зауважив, що вартість вітчизняної нерухомості становить 400 % ВВП, що значно вище за показники США та «найбульбашковішої» Австралії – відповідно 160 % і 338 % ВВП [5, с. 8]<sup>4</sup>. Абсолютно справедливо стверджувалося, що український бум на ринку нерухомості не можна пояснити фундаментальними макроекономічними чинниками, а тому вимагає обачності з погляду ризиків фінансування об'єктів нерухомості, зокрема відсутності довгострокових пасивів банківської системи. Тоді ж лунали застереження, що важливо не захоплюватися прискореним збільшенням обсягів кредитування для придбання нерухомості та залученням з цією метою іноземних позик, оскільки можна повторити сумний досвід Японії,

<sup>2</sup> Проблеми в Ісландії – країні з населенням 300 тис. осіб та ВВП 14 млрд євро виникли через гігантську зовнішню заборгованість місцевих банків – 61 млрд доларів. Після загострення фінансової кризи у США побоювання щодо банкрутства банківської системи Ісландії призвели до масованої «втечі капіталу», через що фондовий ринок втратив понад ¾ власної капіталізації. Уряд Ісландії був змушений викупити за 600 млн євро 75 % акцій банку Glitnir Bank, а згодом було націоналізовано два інших найбільших банки країни – Kaupthing і Landsbanki. У жовтні для послаблення впливу світової фінансової кризи та підтримки ісландських банків МВФ надав Ісландії 6 млрд доларів кредиту.

<sup>3</sup> Як повідомляє агентство Bloomberg, російський фондовий індекс ММВБ станом на кінець жовтня 2008 р. знизився на 73 %, що стало найбільшим зниженням серед 48 основних національних фондових індексів. У Китаї, Греції, Ірландії, Перу і Австрії зниження перевищило 60 %, а американського S&P 500 – 40 %. В Україні індекс ПФТС з початку року знизився понад 70 %, що виразно контрастує з 2007 р., коли зростання становило 135 %, і за цим показником наша країна посідала друге місце у світі після Китаю (у 2006 р. індекс ПФТС збільшився на 41,3 %, а 2005 р. – на 35,7 %).

<sup>4</sup> Із серпня 2006 р. нерухомість у США подешевшала на 18 %, і цей процес не завершено. З початку 2008 р. також стрімко дешевшає нерухомість в Австралії. Не зайве нагадати, що саме «обвал» ринку американської нерухомості став безпосередньою причиною фінансових труднощів для інвестиційних компаній США, фінансової системи США та європейських банків, що загрожує спадом виробництва у світовому масштабі.

де нерухомість наприкінці 1980-х років три роки дорожчала, а після цього вже 15-й рік поспіль дешевшає [8, с. 127].

Спекулятивна «бульбашка» на ринку нерухомості не лише посилила стимули до зовнішніх запозичень, а й заклала своєрідну «міну сповільненої дії» у банківському секторі. Ще восени 2007 р. фахівці Ради НБУ зауважили, що банківська система залишається основною галуззю-позичальником на зовнішніх ринках, попри зниження ліквідності світових фінансових ринків та подорожчання кредитних ресурсів, а це призводить до різкого підвищення валютних ризиків [1, с. 8–11]. Застереження було враховано з точністю до навпаки. Якщо на кінець першого півріччя 2007 р. рівень покриття наданих кредитів у іноземній валюті залученими депозитами становив 48 %, то за рік – лише 37,2 % (у 2006 р. цей показник становив 75,6 %). У 2006 р. обсяги валютного кредитування практично подвоїлися, а у 2007 р. зростання становило 75,5 %. Упродовж січня–вересня 2008 р. валютні кредити зросли ще на 37 % і досягли 30 % ВВП проти заледве 14 % ВВП у 2005 р. У 2006–2007 рр. валютні кредити щорічно зростали у середньому на 7 % ВВП.

Попри виразні ознаки інфляційного «перегріву» економіки, НБУ нічого не зробив для своєчасного обмеження зовнішніх запозичень вітчизняних банків та здійснення обережнішої монетарної політики, як це пропонувалося зарубіжними та вітчизняними фахівцями [9, с. 531–537; 10, с. 67–75; 17, с. 33–45; 19, с. 45–65]. На жаль, було обрано структуралістську модель експансійної монетарної політики, яка на сьогодні з очевидністю виявила свою неспроможність<sup>5</sup>. З осені облікова ставка НБУ була від'ємною в реальному вимірі (з урахуванням інфляції), що можна вважати справжнім «запрошенням» до фінансової кризи. Фактично за допомогою споживчого кредитуван-

ня та відповідних зовнішніх запозичень відбувалося справжнє «проїдання» вітчизняного ВВП. Справдилося припущення десятирічної давнини про те, що фінансування видатків споживчого характеру, що не впливають на потенціал економіки щодо обслуговування боргів, накидає на країну борговий зашморг [2, с. 27].

Додаткову загрозу створює вплив короткочасного капіталу, який зазвичай означає «втечу» за кордон надходжень від вітчизняного експорту і є вразливим до політичних подій. У 2005 р. стверджувалося, що «раптова зупинка» може бути особливо болісною для економіки України з погляду вразливості до світових цін на метал і енергоносії, нестабільності припливу капіталу та підвищених ризиків перефінансування зовнішнього боргу та доларизації зобов'язань банківської системи [16, с. 30–43]. Восени 2008 р. так і сталося.

#### *Макроекономічні ефекти зовнішнього боргу.*

Для предметного аналізу наслідків зовнішніх запозичень використано квартальні дані заборгованості державного сектору та банківської системи, доступні відповідно з 1996 р. та 1999 р. Дані про заборгованість корпоративного сектору наявні з 2004 р., що не дозволяє їх коректно використати для емпіричного оцінювання.

Для запозичень державного і банківського секторів не виявлено впливу на динаміку ВВП і промислового виробництва. Водночас простежується виразний обернена залежність між акумуляцією зовнішнього боргу банківською системою та погіршенням сальдо поточного рахунку:

$$CA_t = \begin{matrix} 2,967 & +0,529CA_{t-1} & -0,237DB_t \\ (3,320^*) & (4,337^*) & (-3,485^*) \\ R^2 = 0,66 & DW = 1,91 \end{matrix} \quad (1)$$

де  $CA_t$  – сальдо поточного рахунку, а  $DB_t$  – зовнішні запозичення банківського сектору (*тут і далі* \* означає статистичну значущість на рівні 1%, \*\* – на рівні 5%, \*\*\* – на рівні 10%). Коефіцієнт детермінації  $R^2$  виявляє, що незалежні змінні пояснюють дві третини змін сальдо поточного рахунку, а статистика Дарбіна–Уотсона  $DW$  засвідчує брак автокореляції залишків.

Кожні 10 млрд доларів зовнішніх запозичень банківської системи погіршують сальдо поточно-

<sup>5</sup> Прихильники структуралізму, що виник у Латинській Америці в 50-х роках, пропагують переваги експансійної монетарної і фіскальної політики, конструктивного торговельного протекціонізму і промислової політики для підтримки окремих галузей промисловості [9, с. 212–235]. Неоструктуралізм зростає 80–90-х років не заперечує переваг обмеженого в часі зовнішнього фінансування дефіциту поточного рахунку за допомогою банківських позик та портфельних інвестицій, що контрастує з ранішою позицією структуралістського мейнстріму – заперечення будь-яких переваг від зовнішніх запозичень.

го рахунку на 2,4 % ВВП. Із середини 2007 р. до червня 2008 р. позичено 20 млрд доларів, що позначилося погіршенням сальдо експорту-імпорту приблизно на 5 % ВВП. Якби не банківські позики за кордоном, то від'ємне сальдо поточного рахунку не перевищило б 4 % ВВП, що є цілком безпечним показником для економіки України [17, с. 40].

Для державних запозичень відповідний від'ємний коефіцієнт майже вдвічі вищий, але йому бракує статистичної значущості:

$$CA_t = \begin{matrix} 4,610 & +0,824CA_{t-1} & -0,404DG_t, \\ (1,493) & (9,940^*) & (-1,465) \end{matrix} \quad (2)$$

$$R^2 = 0,69 \quad DW = 2,18$$

де  $DG_t$  – зовнішні запозичення уряду.

Такий результат може означати, що акумуляція державного боргу може бути джерелом нестабільності сальдо поточного рахунку.

Інфляційний вплив запозичень банківського сектору та уряду теж відрізняється:

$$\pi_t = \begin{matrix} 0,615\pi_{t-1} & +0,068db_t & +0,352e_t, \\ (7,104^*) & (3,246^*) & (-3,485^*) \end{matrix} \quad (3)$$

$$R^2 = 0,39 \quad DW = 1,69$$

$$\pi_t = \begin{matrix} 0,589\pi_{t-1} & +0,042dg_t & +0,257e_t, \\ (8,938^*) & (0,724) & (5,392^*) \end{matrix} \quad (4)$$

$$R^2 = 0,32 \quad DW = 1,52$$

де  $\pi_t$  – інфляція споживчих цін,  $e_t$  – номінальний обмінний курс.

Статистичні характеристики рівнянь (3) і (4) є дещо гіршими, проте цілком достатніми для коректної інтерпретації отриманих залежностей.

Якщо державні запозичення не мають інфляційного впливу (рівняння 4), то зовнішні запозичення державного сектору навпаки (рівняння 3). Збільшення зовнішнього боргу банківської системи на 10 % прискорює інфляцію споживчих цін на 0,7 %. Це означає, що банківські позики додали до інфляції 2007 р. приблизно 7,5 %, а 2008 р. – близько 1 %. Такий вплив може здаватися незначним, але потрібно врахувати потенціал відкладеної девальвації грошової одиниці. Якщо розглядати осінню девальвацію гривні на 15–20 % наслідком підвищеного попиту на іноземну валюту саме для обслуговування зовнішніх зобов'язань банківської системи, то це додає до інфляції 2008 р. від 4,5 до 8 %.

Наприкінці 2007 р., коли вже стали зрозумілими труднощі на світовому фінансовому ринку, а

загроза прискорення вітчизняної інфляції не викликала сумніву, замість рішучих дій щодо обмеження пропозиції грошової маси керівництво НБУ почало скаржитися на неадекватність темпів зростання ВВП і продуктивності праці, адміністративне форсування соціальних стандартів, відсутність дієвих заходів щодо зростання сукупної пропозиції товарів і послуг, брак урядових механізмів нейтралізації інфляційних шоків, недостатній розвиток фондового ринку, а також відсутність кореляції між інфляцією та грошовою масою [7, с. 3–7]. Вважалося, що високі темпи кредитування, навпаки, стримають інфляцію завдяки спрямуванню доходів громадян від споживчого ринку на інші напрями. Нерухомість розглядалася як інвестиційний актив, що не передбачав втручання центрального банку. Така позиція була вразливою через залежність вітчизняних іпотечних позик від зовнішніх запозичень. З одного боку, позики комерційних банків підвищували ціни на нерухомість, а з іншого – ці позики заохочували нові запозичення, «зміцнюючи» гривню, а відтак, заохочуючи валютне кредитування для придбання імпортованих товарів довготривалого користування, передусім автомобілів. Це лише підсилювало «гарячку» зовнішніх запозичень. Зрештою банківська система опинилася під загрозою «раптові зупинки» потоків капіталу, а отримувачі валютних позик отримали труднощі фінансування валютних зобов'язань гривневими надходженнями в умовах девальвації української грошової одиниці та загрози глибокого спаду виробництва.

Незалежно від суб'єкта (уряд чи банківська система) зовнішні запозичення недвозначно підвищують відсоткову ставку:

$$r_t = \begin{matrix} -0,067 & +0,261db_t & +0,416e_t, \\ (-6,832^*) & (4,536^*) & (-3,485^*) \end{matrix} \quad (5)$$

$$R^2 = 0,34 \quad DW = 1,99$$

$$r_t = \begin{matrix} -0,043 & +0,294rl_{t-1} & +0,354dg_t \\ (-3,087^*) & (2,062^{**}) & (1,750^{***}) \\ +0,625ind & +0,430e_t, \\ (2,160^{**}) & (2,341^{**}) \end{matrix} \quad (6)$$

$$R^2 = 0,24 \quad DW = 1,67$$

де  $r_t$  – середньозважена ставка за кредитами комерційних банків.

Обидва рівняння характеризуються невисоким коефіцієнтом детермінації  $R_2$ , так що вклю-

чені змінні пояснюють відповідно 34 і 24% змін відсоткової ставки.

Отриманий результат заперечує поширене припущення, що приплив позичкового капіталу та його монетизація знизять відсоткову ставку. Її підвищення частково може пояснюватися підвищенням сукупного попиту, однак основним чинником є підвищення премії від ризику [4, с. 23–24]. Така структурна риса лише посилює висновок, що вітчизняний зовнішній борг великий і знижує потенціал довгострокового економічного зростання.

Збільшення інвестицій відбувається лише у разі державних зовнішніх запозичень:

$$\text{invest}_t = -0,312\text{invest}_{t-1} + 0,317dg_t, \quad (2)$$

$(-1,808^{***}) \quad (1,727^{***})$   
 $R^2 = 0,12 \quad DW = 2,01$

де  $\text{invest}_t$  – рівень інвестицій (% від ВВП).

Щоправда, отримані коефіцієнти характеризуються порівняно невисокою статистичною значущістю на рівні 10%, а коефіцієнт детермінації  $R^2$  доволі низький.

Такий результат можна інтерпретувати по-різному. По-перше, невдалий досвід 90-х років міг переконати вітчизняних урядовців у необхідності ефективного використання зовнішніх запозичень. По-друге, в Україні досі немає значних приватних інфраструктурних проєктів. Нарешті, механічне збільшення інвестицій не слід ототожнювати з ефективними інвестиціями, сприятливими для довгострокового економічного зростання. Незалежно від можливих інтерпретацій відсутність інвестиційного спрямування запозичень

банківської системи підкреслює їх «проїдальний» характер, який чомусь не отримав такої прискіпливої уваги, як тенденція до «проїдання» видатків бюджету.

### **Висновки**

Вітчизняна економіка виявилася невідготовленою до кредитного буму 2006–2008 рр., що фінансувався надмірними зовнішніми запозиченнями. Попри численні застереження щодо надмірного зростання грошових агрегатів та недостатню стерилізацію монетарних ефектів платіжного балансу, реакція НБУ на прискорену акумуляцію зовнішнього боргу була запізнююю та недостатньою. За розмовами про нібито маргінальний зв'язок між грошовою масою та інфляцією в Україні, недостатній розвиток фондового ринку та гіпотетичне «проїдання» державного бюджету було втрачено відчуття набагато більшої небезпеки: справжнього «проїдання» майбутнього доходу внаслідок агресивної стратегії зовнішніх запозичень вітчизняними банками для фінансування приватного споживання. Необхідність обмеження зовнішніх запозичень банківської системи зокрема та зовнішнього боргу загалом видається очевидною з погляду на необхідність поліпшення сальдо поточного рахунку, зниження відсоткової ставки та гальмування інфляції. Проте потрібно врахувати, що урядові запозичення сприяють збільшенню інвестицій і не мають виразного інфляційного впливу (найімовірніше, це пояснюється невисоким рівнем державного зовнішнього боргу).

### **Список використаних джерел**

1. Буковинський, С. Зростання корпоративного зовнішнього боргу України: макроекономічні наслідки та ризики для економіки / С. Буковинський, А. Гриценко, Т. Унковська // *Фінанси України*. – 2007. – № 10. – С. 3–12.
2. Вахненко, Т. Фінансова стійкість держави / Т. Вахненко // *Економіст*. – 1999. – № 7. – С. 22–29.
3. Вахненко, Т. Платоспроможність держави в контексті обслуговування зовнішнього боргу / Т. Вахненко // *Економіка і прогнозування*. – 2003. – № 4. – С. 52–61.
4. Вахненко, Т. Теоретичні засади формування зовнішнього національного боргу / Т. Вахненко // *Вісник НБУ*. – 2006. – № 9. – С. 16–25.
5. Гриджук, Д. Перспективи використання зовнішніх запозичень з метою фінансування житлового будівництва / Д. Гриджук // *Вісник НБУ*. – 2006. – № 10. – С. 6–9.
6. Зінченко, В. Підвищення ефективності управління ризиками в умовах активізації споживчого кредитування / В. Зінченко, Г. Корчева // *Вісник НБУ*. – 2007. – № 12. – С. 7–10.

7. Шаповалов, А. Системні особливості розвитку інфляційних процесів в Україні / А. Шаповалов // Вісник НБУ. – 2007. – № 12. – С. 3–7.
8. Шевчук, В. Передумови та загрози «перегріву» ринку нерухомості та механізми його врегулювання / В. Шевчук // Стратегічні пріоритети. – 2006. – № 1. – С. 118–127.
9. Шевчук, В. Платіжний баланс, економічне зростання і стабілізаційна політика / В. Шевчук. – Львів : Кальварія, 2008. – 734 с.
10. Шевчук, В. Монетарні ефекти платіжного балансу і ремонетизація української економіки / В. Шевчук, З. Атаманчук, Н. Черкас // Стратегічні пріоритети. – 2007. – № 3. – С. 67–75.
11. Andritzky, J. Bank Risks from Cross-Border Lending and Borrowing in Slovenia / J. Andritzky, T. Kozak // Republic of Slovenia: Selected Issues. IMF Country Report № 07/182. – Washington : IMF, 2007. – 67 p.
12. Calvo, A. Sudden stops, the real exchange rate, and fiscal sustainability: Argentina's lessons / A. Calvo, A. Izquierdo, A. Talvi // NBER Working Paper № 9828. – Washington: NBER, 2003. – 49 p.
13. Calvo, G. On the Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects / G. Calvo, A. Izquierdo, L. F. Mejia // IADB Working Paper № 509. – Washington : IADB, 2004. – 48 p.
14. Calvo, A. Sudden stop, financial factors and economic collapse in Latin America: learning from Argentina and Chile / A. Calvo, A. Talvi // NBER Working Paper № 11153. – Washington : NBER, 2005. – 35 p.
15. Fabrizio, S. Export Structure and Credit Growth / S. Fabrizio, D. Igan, A. Mody, N. Tamirisa // IMF Country Report № 06/414. – Washington : IMF, 2006. – 87 p.
16. Halikias, I. Ukraine: External Risks and Opportunities / I. Halikias // Ukraine: Selected Issues // IMF Country Report № 05/416. – Washington : IMF, 2005. – P. 29–54.
17. Halikias, I. Monetary and Exchange Rate Policy Framework – Where To Go From Here / I. Halikias, M. Flanagan // Ukraine: Selected Issues. IMF Country Report № 04. – Washington : IMF, 2007. – P. 33–45.
18. Levchenko, A. Do Some Forms of Financial Flows Help Protect from Sudden Stops? / A. Levchenko, P. Mauro // IMF Working Paper № 202. – Washington : IMF, 2006. – 21 p.
19. Schlaechter, A. What Monetary Policy Framework Fits Ukraine / A. Schlaechter // Ukraine: Selected Issues. IMF Country Report № 04. – Washington : IMF, 2007. – P. 45–65.



# Податкова політика та іллегалізація господарської діяльності в контексті економічної безпеки України

*Мірошниченко Олексій Володимирович,*  
кандидат економічних наук

Становлення незалежної України супроводжується процесом безперервної трансформації її податкової системи з метою оптимізації взаємовідносин між платниками податків та розпорядниками і споживачами бюджетних коштів. За умов сучасного кризового періоду розвитку національної економіки проблема податкової реформи постала особливо гостро, оскільки основними завданнями держави є забезпечення необхідного рівня доходів і витрат державного бюджету та створення сприятливого для економічного розвитку підприємницького середовища. Загалом дилема між потребою у збільшенні податкових надходжень і справедливістю утримання податків існує впродовж усієї історії розвитку державного устрою і економічної науки. З цього приводу філософ Сюнь-Цзи (Китай, II ст. до н. е.) сказав: «Стягнення непомірних податків – це шлях, що викликає розбій, збагачення ворога, який призводить до загибелі держави». А Монтеск'є (Франція, XVIII ст.) зауважує: «Ніщо не вимагає стільки мудрості та розуму, як визначення тієї частини, яку у підданих забирають, і тієї, яку їм залишають».

Оскільки за умов ринкової економіки саме податкові надходження є головною складовою доходної частини бюджету, проблеми побудови

• У статті розглядаються питання впливу податкової політики держави на іллегалізаційні явища в економіці, аналізуються основні напрями оптимізації податкової системи України з метою підвищення рівня економічної безпеки та протидії «тінізації» національної економіки.

*Ключові слова:* податкова політика, іллегалізація економіки, «тіньова» економіка, економічна безпека.

• В статье рассматриваются вопросы влияния налоговой политики государства на иллегализационные явления в экономике, анализируются основные направления оптимизации налоговой системы Украины с целью повышения уровня экономической безопасности и противодействия «тенезации» национальной экономики.

*Ключевые слова:* налоговая политика, иллегализация экономики, «теневая» экономика, экономическая безопасность.

• The article deals with the issues of state tax policy impact on the illegalized facts in the economy; the principal directives of the Ukrainian tax system optimization in order to increase the economic security level and to oppose the shadowing of national economy are analysed in the article.

*Key words:* tax policy, illegalization of economy, shadow economy, economic security.

оптимальної податкової системи та забезпечення економічної безпеки є нерозривно пов'язаними між собою. Метою пропонованого дослідження є визначення основних напрямів модернізації податкової системи України щодо підвищення рівня національної економічної безпеки та протидії процесам іллегалізації економічної діяльності.

Дослідження і розвідки у напрямі оптимізації системи оподаткування як на рівні держави, так і на рівні окремого підприємства чи громадянина – фізичної особи проводилися як засновниками економічної науки, зокрема У. Петті, П. Буагільбером, А. Смітом, так і сучасними дослідниками. Теоретичні і практичні питання забезпечення економічної безпеки та детінізації економіки розглядалися такими вітчизняними вченими, як: В. Амитан, І. Бінько, З. Варналій, В. Геєць,