УДК 339.7

JELF02, F42

DOI <https://doi.org/10.17721/tppe.2019.39.2>

Шевченко В.Ю., к.е.н., доцент

КНУ імені Тараса Шевченка

Луценко Л. В., магістр

КНУ імені Тараса Шевченка

ОСОБЛИВОСТІ БОРГОВОГО ФІНАНСУВАННЯ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ

Розглянуто основні напрямки впливу капіталу, залученого за допомогою облігацій внутрішньої державної позики, на економіку країни-реципієнта. Розкрито причини розміщення облігацій та їх функціональне призначення. Досліджено структуру та динаміку боргового капіталу України.

Обґрунтовано визначальну роль внутрішніх запозичень у після кризовому відновленні національної економіки та відновленні балансу державного бюджету.

Окреслено перспективні напрямки подальшого дослідження боргового капіталу з огляду на вартість та надійність його залучення.

Ключові слова: міжнародний борговий капітал, державна заборгованість, дефіцит державного бюджету, облігації внутрішньої державної позики

Постановка проблеми. Обсяги державної заборгованості країн суттєво зросли внаслідок світових фінансових рецесій (кризи субординованого боргу в США, кризи суверенної заборгованості в країнах Європейського Союзу), та посилення руху транскордонного капіталу між розвинутими країнами та країнами, що розвиваються. Дані тенденції зумовлюють необхідність чіткого розуміння проблеми впливу боргового капіталу на макроекономічну стабільність країн-реципієнтів та напрямків використання залученого боргового капіталу у країнах-позичальниках, зокрема – в Україні.

Аналіз останніх публікацій. На проблемі боргового капіталу в економіці країни-реципієнта зосередили увагу велика кількість українських та зарубіжних вчених. Зокрема, питання форми та змісту міжнародного руху капіталу вивчали Затонацька Т. Г., Харламова Г. О., Шевченко В. Ю., Чугаєв О. А., Федорчук О. С., Чернова О. В. Дослідження зі впливу притоку боргового капіталу на економіку країн-реципієнтів були здійснені іноземними вченими Діжером В., Каатом Д., Ксіаої В., Фейбелману А., Озканом С., Бруно В., Шіном Х., Ояхом К., Йондінгом Ю., Лігом М., Джеймсом Е., Лоуфліном К., Ранкіном Е., Мак Кваде П., Шмітцем М., Ханнаном С., Даннінгом Дж., Серутті Е., Клаессенсом С., Паєм Д., Дхаром А., Сойоунгом К. та Паулою Л.

Невирішені частини проблеми. Попередні праці українських та іноземних науковців із питань міжнародних потоків капіталу містять загальний аналіз впливу боргу на економіку країн-позичальників. Стрімке зростання обсягу боргу в Україні потребує більш поглибленого дослідження динаміки позикового капіталу, її тенденцій та взаємодії макроекономічних показників боргу та державного бюджету. Також

надходження боргового капіталу має невідворотний вплив на економічне зростання і вносить корективи до курсу державної фінансової політики. Тому для цілісної характеристики вищезазначених проблем необхідно детальніше розглянути боргові потоки капіталу, залучені в Україну.

Метою статті є узагальнення теоретичних підходів до сучасних боргових процесів у глобальній економіці, визначення впливу міжнародного боргового капіталу на економіку країн-отримувачів та, в особливості, України.

Результати дослідження. Світова фінансова криза 2008р. та загострення боргових проблем у країнах розвинених та таких, що розвиваються, зумовили прискорений вихід країн, що розвиваються, на міжнародні ринки боргового капіталу. За даними Світового Банку, у країнах, що розвиваються, відношення загального боргу до ВВП впродовж 2007-2017рр. зросло з 113% до 176% [8].

Відбувається нагромадження фінансових боргів у світі. За розрахунками МВФ, загальний обсяг боргів держав і нефінансових корпорацій (компанії та домогосподарства) у світі досяг 152 трлн. дол США у 2016 р., що складає 225 % світового ВВП, зросли суверенні та корпоративні борги розвинутих країн та зростаючих економік[6].

Зростання боргу обумовлено наступними системними тенденціями світової економіки:

- посилення суперечностей економічної та фінансової глобалізації, поширення процесів регіоналізації та дезінтеграції;
- відносно низькі темпи світового економічного зростання та міжнародної торгівлі, волатильність світових ринків;
- довгий період історично низьких про центних ставок центральних банків розвинутих країн обумовили зниження маржі банків та їх доходів від кредитування;
- волатильність валютних курсів обумовлює непередбачуваність валютних ризиків обслуговування боргів[6].

Таблиця 1

Вплив притоку міжнародного капіталу на економіку країни-реципієнта

Сприятливий	Несприятливий
Зростання інвестицій в економіку	Посилення коливань на фінансовому ринку, ускладнення його контролю
Стимулювання розвитку локального ринку капіталу	Переоцінка активів, «перегрів» економіки
Підвищення ефективності використання ресурсів в економіці	Зростання внутрішнього кредитування, погіршення якості кредитів
Зростання ліквідності фінансових об'єктів	Подорожчання національної валюти, скорочення експорту
Зростання прозорості ведення фінансових операцій	Виникнення диспропорцій у статтях платіжного балансу
Впровадження й застосування міжнародних практик та дотримання стандартів фінансової звітності	Здешевлення вартості капіталу і його відтік із країни-реципієнта

Джерело:[5]

Поряд із перспективами економічного зростання, для ринків країн, що розвиваються, наявні значні ризики у зв'язку з притоками боргового капіталу. За визначенням Серутті Е., до основної групи ризиків від притоку капіталу до країн, що розвиваються, входять посилення коливань на фінансовому ринку та виникнення “перегріву” національної економіки. Загалом позитивні й негативні напрямки впливу транскордонного капіталу на економіку країн-реципієнтів відображено в таблиці 1.

Якщо з країн, що розвиваються, розглянути притоки міжнародних позик до України то доцільно зазначити, що державна заборгованість зовнішнім та внутрішнім кредиторам суттєво зросла впродовж 2013-2018 рр. (рис. 1). Причинами цього стали негативні політичні та економічні явища: політична криза 2014-2015 рр., ескалація військового конфлікту на Сході України і відтік іноземних інвестицій, виникнення нагальної потреби у фінансуванні безпекових витрат, виходу зі стагнації важкої промисловості та вирівнювання дисбалансів у структурі державного бюджету. Зростання державного боргу у 2014-2015 рр. також зумовлено девальвацією національної валюти. Внаслідок знецінення гривні, економіка України у «доларовому» вимірі скоротилась із \$183 млрд у 2013 р. до \$130 млрд на початок 2019 р.

Рис.1 Структура державного боргу України за період 2013-2019 рр., млрд грн
Джерело: складено та розраховано автором за даними: [1,4]

З Рисунка 1 можна наочно пересвідчитись у стрімкому зростанні зовнішнього та внутрішнього боргу України, причому, в структурі останнього частка облігацій внутрішньої державної позики (далі – ОВДП) становить близько 100%. Якщо розглядати облігації як інструмент залучення боргового капіталу, то за напрямками розміщення облігації внутрішньої і зовнішньої позики складають 97% і 3% відповідно (станом на 31 серпня 2019 р.). За обсягами та часткою ОВДП в сукупних облігаціях, Україна займає 3 місце серед країн СНД (за даними Cbonds) [7]. Частка облігацій внутрішньої позики в Україні в загальному обсягу випущених облігацій досить висока та складає 97% станом на 2019 р. Середньорічні темпи приросту (CAGR) обсягів ОВДП за 2013-2019 рр. склали 17%. Це **актуалізує проблему** дослідження

внутрішнього державного боргу і зумовлює потребу до більш глибокого аналізу напрямів використання боргового капіталу та впливу боргового фінансування на економіку України.

Звертаючи увагу на темпи зростання внутрішніх боргових облігацій, варто відзначити, що впродовж 2013-2017 рр. частка ОВДП у борговому портфелі України зростала швидкими темпами з середньорічним приростом у 24% (CAGR). За період 2017-2019рр. темпи зростання уповільнились. Причинами швидкого приросту ОВДП за 2013-2017рр. є:

1) збереження дефіциту зведеного державного бюджету та потреба уряду в залученні додаткових коштів для його фінансування. Протягом 2013-2015 рр., обсяги дефіциту зведеного збільшились у 3 рази (з -292 млрд грн у 2013 р. до -865 млрд грн у 2015 р.), у той час як за первинними надходженнями у 2018-2019 зберігається профіцит. Варто відзначити, що частка державного та гарантованого державою боргу до валового внутрішнього продукту скоротилася з 72% у 2017 р. до 59% за підсумками першого кварталу 2019 року. Дана тенденція зумовлена зростанням обсягу ВВП завдяки збільшенню внутрішнього приватного споживчого попиту[4];

2) від'ємні показники зовнішнього торговельного балансу та перевищення імпортом експорту У 2013 році дефіцит торговельного балансу досягнув пікового значення - 15,6 млрд дол. [4]. Хоч протягом 2013-2015 рр. дефіцит вдалося скоротити до -2,4 млрд. дол, за 2016-2017 рр. його значення зросло в 4 рази - до 8,6 млрд. дол.[3]. Впродовж цього періоду відтік іноземної валюти та недостатня експортна виручка викликали необхідність у валютних інтервенціях для стабілізації курсу гривні;

3) уповільнення темпів економічного зростання та стагнація економіки внаслідок тимчасової втрати контролю над Донецькою та Луганською областями. Це призвело до зниження темпів приросту реального ВВП України на 9.8% за 2013-2015 рр. із його поступовим відновленням до 2-3% щорічного зростання у 2018-2019 рр.;

4) необхідність обслуговування боргу за попередньо розміщеними борговими інструментами для збереження довіри міжнародних кредиторів та додаткового залучення боргового капіталу у майбутньому.

Необхідність залучення боргового капіталу урядом можна пояснити погіршенням макроекономічних факторів, зокрема, зваженими на ВВП значеннями чистого експорту, бюджетного дефіциту та темпами приросту реального ВВП як подано нижче:

Таблиця 2
Індикатори макроекономічної стабільності України, 2009-2022 рр.

Рік	2009	2011	2013	2015	2017	2019*	2020*	2021*	2022*
Приріст реального ВВП, %	-15	5,5	-0	-9,8	2,5	2,8	3,3	3,8	4,1
Внесок чистого експорту до приросту ВВП, %	14,6	-6,6	-1,5	3	-4,5	-1,4	-1,1	-1,3	-1,4
Частка дефіциту державного бюджету у ВВП, %	-2,4	-1,8	-4,4	-1,6	-1,6	-2,2	-2,1	-1,9	-1,7

Джерело: [3: 4]

*прогноз Міністерства Фінансів України

У 2009 та 2015 рр. спостерігаємо від'ємні значення приросту реального ВВП, що було частково компенсовано експортними надходженнями. Однак, у післякризові періоди 2011 та 2015-2018 рр. темпи зниження показника бюджетного дефіциту до ВВП значно уповільнились. Це зумовило трансформацію фіскальної політики – від м'якої у першому півріччі 2018 р. до жорсткої у другому півріччі з передбачуваним послабленням у майбутніх періодах. Починаючи з 2010 року, експортні надходження суттєво скоротились, що викликало потребу в залученні додаткового капіталу для покриття бюджетного дефіциту та підтримки макроекономічної стабільності. З огляду на дані Рис. 3, саме у 2010 році обсяги розміщених ОВДП збільшилися у 2 рази в порівнянні з попереднім роком і продовжили стрімко зростати:

Рис.2. Надходження та виплати за ОВДП України, 2009-2022рр.
Джерело: складено автором за даними: [3]

За прогнозами Міністерства Фінансів України, впродовж 2020-2022 рр. обсяги боргового навантаження на бюджет України скоротяться, у той час як реальний ВВП буде повільно зростати (до 5% у 2020 році) [4]. Однак для того, щоб обслуговувати борг за внутрішніми облігаціями самостійно, Україні необхідно отримувати більше експортної виручки, прогнозований внесок якої до ВВП впродовж 2020-2022 рр. залишатиметься від'ємним (Рис. 3). Тому стимулювання експортоорієнтованих галузей економіки має стати одним із пріоритетних напрямків роботи уряду України у короткостроковому періоді. Поряд із необхідністю фінансування економіки, у 2017-2019 спостерігаємо пікові виплати за існуючою заборгованістю за ОВДП та можемо зробити припущення, що розміщення нових ОВДП за цей період відбулося з метою обслуговування боргу за раніше випущеними цінними паперами. Про зміну

призначення коштів, залучених від розміщення ОВДП у 2017-2019 рр., свідчить і скорочення дефіциту державного бюджету за цей період та зменшення дефіциту зовнішньоторговельного балансу (Рис. 3).

Обсяги коштів, залучених за допомогою розміщення ОВДП протягом 2009-2019 рр. є колосальними – близько 4,7 трлн грн. Тому, зважаючи на хронічний дефіцит державного бюджету України, та пріоритетне призначення позик ОВДП для його фінансування, доцільно розглянути динаміку внутрішніх державних позик:

Таблиця 3

**Використання ОВДП у фінансуванні дефіциту державного бюджету
за 2013-2019 рр., млрд. грн.**

Рік	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 (I кв)
Чисті внутрішні запозичення для фінансування дефіциту бюджету*	67	160	8	144	78	7	4
Фінансування бюджету за борговими операціями загалом	65	78	45	70	48	52	26
Частка внутрішніх запозичень у фінансуванні дефіциту державного бюджету	104%	204%	17%	205%	163%	14%	16%

Джерело: складено та розраховано автором за даними: [3]

**Чисті внутрішні запозичення дорівнюють різниці між внутрішніми борговими надходженнями та виплатами за внутрішніми зобов'язаннями*

З Табл. 3 помітно, що обсяги залучених ОВДП не дорівнювали обсягу коштів призначених для боргового фінансування дефіциту державного бюджету. Протягом 2013-2019 рр., внутрішні позики або ж перевищували потрібний обсяг боргового капіталу (у 2013-2014, 2016-2017 рр.) або ж були значно нижчими за нього (2015, 2018, 2019 р.). Зважаючи на те, що розміщення ОВДП здійснюється, виходячи з поточних потреб фінансування Державного бюджету України, варто розглянути напрямки використання надлишкового боргового капіталу:

1) у 2013-2014 рр. надходження за ОВДП значно перевищували обслуговування боргу. Потреба в додаткових коштах передусім пов'язана з фінансуванням державної армії та громадського порядку (видатки на військову оборону зросли з 12 млрд грн у 2013 р. до 24 млрд. грн у 2014 р., а на охорону державного кордону – з 16 до 22 млрд. грн). Також у 2014 році відбулася значна девальвація національної валюти, підтримка курсу якої викликала потребу в борговому капіталі;

2) у 2015, 2018 та 2019 р. частка внутрішніх запозичень була порівняно низькою. Причини – розміщення державних цінних паперів в іноземній валюті (євробондів) та загальне збільшення обсягів зовнішнього фінансування. Зростання зовнішньої заборгованості передусім було зумовлене підписанням з МВФ 4-річної угоди про розширене фінансування на 17,5 млрд дол та отриманням Україною відповідних

траншів. Також із 2014 р. значна частина коштів від розміщених ОВДП була витрачена на обслуговування внутрішньої заборгованості. За даними табл. 2, в 2014 р. виплати за ОВДП зросли в 1,5 рази порівняно з 2013 р. і продовжили стрімко збільшуватись;

3) внаслідок кризових процесів, у банках та підприємствах накопичилась значна частка неліквідних активів. Частка проблемних кредитів у портфелі державних банків зросла з 20% у 2013 р. до 62% у 2017 р. [2]. Тому перевищення обсягів внутрішніх запозичень над необхідною кількістю боргового капіталу у 2013-2014 та 2016-2017 рр. пов'язане з докапіталізацією та стабілізацією банківської системи України. У 2015 р. Міністерством Фінансів України було випущено ОВДП на загальну суму 17,2 млрд грн. для збільшення статутного капіталу НАК "Нафтогаз України", у 2016 р. загальні витрати на рекапіталізацію державних банків склали 5,1% від ВВП України, а фінансування ФГВФО досягло 4,4 % ВВП [2].

Висновки. Зростання державної заборгованості у країнах, що розвиваються, потребує уточнення структури боргового капіталу та з'ясування напрямків використання коштів від державних позик. З огляду на вищенаведений аналіз, доречно підвести підсумок, що функціональне призначення коштів від ОВДП полягає не лише у фінансуванні дефіциту бюджету та торговельного балансу. Стратегічно важливі напрямки використання боргового капіталу в Україні включають відновлення ліквідності банківського сектору, підтримання функціонування ключових державних установ, забезпечення обороноздатності України й кредитоспроможності національної економіки.

Перспективи подальших досліджень. З огляду на необхідність залучення позик для здійснення платежів за раніше взятими кредитами, перспективними напрямками для досліджень є порівняння вартості залучення внутрішніх позик Україною, країнами, що розвиваються, та загальною динамікою відсоткових ставок у світі. Також доцільно було б визначити основні групи інвесторів у ОВДП України та стійкість інвестиційного попиту на державні боргові інструменти.

Література

1. Богдан Т. Аналіз управління державним боргом у 2018 році / Тетяна Богдан. // Експертно-аналітичний Центр «Оптіма». – 2018.
2. Бойцун А. Щоробити державі зі своїми банками? Аналітична записка [Електронний ресурс] / А. Бойцун, А. Захаров. – 2017. – Режим доступу: <https://ces.org.ua/wp-content/uploads/2017/12/What-to-do-with-the-state-banks.pdf>.
3. Державна казначейська служба України. Фінансування за класифікацією фінансування бюджету за типом боргового зобов'язання [Електронний ресурс] / Державна казначейська служба України // Звітність. – 2019. – Режим доступу: <https://www.treasury.gov.ua/ua/file-storage>.
4. Міністерство фінансів України. Середньострокова стратегія управління державним боргом на 2019–2022 роки [Електронний ресурс] / Міністерство фінансів України. – 2019. – Режим доступу: https://mof.gov.ua/storage/files/MTDS_2019-2022_UKR_v11062019_Final.pdf.
5. Cerutti E. How do push factors affect capital flows to emerging markets? [Електронний ресурс] / Cerutti // World Economic Forum. – 2015. – Режим доступу: <https://www.weforum.org/agenda/2015/09/how-do-push-factors-affect-capital-flows-to-emerging-markets/>.

6. Debt: Use it Wisely. Fiscal Monitor. October 2016. [Текст]/ - Washington, International Monetary Fund – 111p. – Mode of access:<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2016/02/pdf/fm1602.pdf>
7. International and domestic bond markets [Електроннийресурс] // CbondS. – 2019. – Режимдоступу: <http://cbonds.com/countries/>.
8. International Debt Statistics [Електроннийресурс] // The World Bank Group. – 2019. – Режимдоступу: <https://datacatalog.worldbank.org/dataset/international-debt-statistics>.

References

1. Bogdan T. Analizupravlennyaderzhavnymborgom u 2018 rotsi / TetyanaBogdan. // Ekspertno-analitychniyTsentr «Optima». – 2018.
2. Boytsun A. Schorobytyderzhavizisvoyimibankami? Analitychnazapiska [Elektronniyresurs] / A. Boytsun, A. Zaharov. – 2017. – Режимдоступу: <https://ces.org.ua/wp-content/uploads/2017/12/What-to-do-with-the-state-banks.pdf>.
3. DerzhavnakaznacheyskasluzhbaUkrayiny.
Finansuvannyazaklasyfikatsieyufinansuvannyabyudzhetyatypomborgovogozobov'yazannya [Elektronniyresurs] / DerzhavnakaznacheyskasluzhbaUkrayiny // Zvitnist. – 2019. – Режимдоступу: <https://www.treasury.gov.ua/ua/file-storage>.
4. MinisterstvofinansivUkrayini. Serednostrokovastrategiyaupravlennyaderzhavnymborgomna 2019–2022 roky [Elektronniyresurs] / MinisterstvofinansivUkrayini. – 2019. – Режимдоступу: https://mof.gov.ua/storage/files/MTDS_2019-2022_UKR_v11062019_Final.pdf
5. Cerutti E. How do push factors affect capital flows to emerging markets? [Електроннийресурс] / Cerutti // World Economic Forum. – 2015. – Режимдоступу: <https://www.weforum.org/agenda/2015/09/how-do-push-factors-affect-capital-flows-to-emerging-markets/>.
6. Debt: Use it Wisely. Fiscal Monitor. October 2016. [Текст]/ - Washington, International Monetary Fund – 111p. – Mode of access:<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2016/02/pdf/fm1602.pdf>
7. International and domestic bond markets [Електроннийресурс] // CbondS. – 2019. – Режимдоступу: <http://cbonds.com/countries/>.
8. International Debt Statistics [Електроннийресурс] // The World Bank Group. – 2019. – Режимдоступу: <https://datacatalog.worldbank.org/dataset/international-debt-statistics>.

Владимир Шевченко, к.э.н., доцент

КНУ имени Тараса Шевченко

Лилия Луценко, студентка магистратуры

КНУ имени Тараса Шевченко

ОСОБЕННОСТИ ДОЛГОВОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ ЭКОНОМИКИ УКРАИНЫ

Рассмотрены основные направления влияния капитала, привлеченного с помощью облигаций внутреннего государственного займа, на экономику страны-реципиента. Раскрыты причины размещения облигаций и их функциональное назначение. Исследована структура и динамика долгового капитала Украины.

Обоснованно определяющую роль внутренних заимствований в посткризисном восстановлении национальной экономики и восстановлении баланса государственного бюджета.

Определены перспективные направления дальнейшего исследования долгового капитала учитывая стоимость и надежность его привлечения.

Ключевые слова: международный долговой капитал, государственный долг, дефицит государственного бюджета, облигации внутреннего государственного займа.

Volodymyr Shevchenko, Associate Professor

Taras Shevchenko National University of Kyiv

Liliia Lutsenko, Master's student,

National Taras Shevchenko University of Kyiv

PECULIARITIES OF DEBT FINANCING OF THE UKRAINIAN ECONOMY

The article examines the impact of capital attracted through domestic state bond on a recipient economy. It investigates the features of global borrowing, major reasons for debt growth and proves the importance of internal borrowing on the example of Ukraine.

Further, the article overlooks the structure of debt capital and changes in the main groups of bond loans over the last years. It explains the reasons for changing dynamics of debt capital engaged by Ukraine through external and domestic borrowing. The research substantiates functional purpose of state bonds and their crucial role in balancing budget deficit and post-crisis recovery of the national economy.

With regard to the global cut of the interest rates, the perspective directions of further research of debt capital can be a feasibility of its cost, volatility of investors' demand and reliability of debt attraction due to the country risk of a borrower.

Keywords: international debt capital, government debt, government budget deficit, domestic government loan bonds