



**ЕКСПЕРТНО-АНАЛІТИЧНИЙ ЦЕНТР «ОПТИМА»**  
**EXPERT ANALYTICAL CENTER “OPTIMA”**  
*DEEPER UNDERSTANDING – BETTER SOLUTIONS*

---

**ЗОВНІШНЯ ФІНАНСОВА ВРАЗЛИВІСТЬ І  
ЗОВНІШНІЙ СУКУПНИЙ БОРГ УКРАЇНИ:  
ПОТОЧНИЙ СТАН ТА РИЗИКИ  
станом на 01.04.2018 р.**

Київ 2018

Щоквартальний аналітичний огляд присвячено дослідженню стану та ризиків зовнішньої фінансової вразливості та зовнішнього сукупного боргу України.

Високий ступінь торговельної та фінансової відкритості економіки України в умовах нестабільності глобального середовища актуалізують **завдання аналізу зовнішнього сектора національної економіки, оцінки зовнішньої стійкості, аналізу валютних і боргових ризиків**. В I кварталі 2018 року в зовнішньому секторі економіки України спостерігалися такі негативні тенденції: нарощування дефіциту торговельного балансу, збереження негативного сальдо поточного рахунку, кволий приплив іноземного капіталу до приватного сектору, скорочення міжнародних резервів і зростання короткострокового зовнішнього боргу. Зокрема, від'ємне сальдо платіжного балансу фінансувалося за рахунок вилучення резервних активів на суму 812 млн дол. США, а розмір короткострокового зовнішнього боргу в 2,6 рази перевищував обсяг міжнародних резервів країни.

Зазначені процеси вказують на **вразливість зовнішньої позиції України, погіршення її міжнародної ліквідності та високі ризики нестійкості платіжного балансу**. Так, низький рівень міжнародних резервів і негативне сальдо міжнародної інвестиційної позиції, надмірні обсяги сумарного зовнішнього боргу України, короткострокового зовнішнього боргу, гігантські обсяги зовнішньоборгових виплат, ін. сигналізують про можливість настання боргової кризи та/ або кризи платіжного балансу в нашій країні.

В таких умовах та з огляду на посилення взаємозалежності окремих країн і формування глобального фінансового простору, вироблення оптимального курсу валютно-фінансової політики держави потребує **розробки адекватного інструментарію аналізу зовнішньої фінансової вразливості та оцінки відповідних ризиків**. Це дослідження спрямоване на досягнення зазначених цілей та подолання дефіциту об'єктивної інформації в цій сфері

## I. ГЛОБАЛЬНИЙ ВИМІР ПРОБЛЕМИ ЗОВНІШНЬОБОРГОВОГО НАВАНТАЖЕННЯ.

Зовнішній борг країн із низьким і середнім рівнем доходів, як державний, так і приватний, станом на кінець 2016 року досяг величини 6,9 трлн дол. США, збільшившись на 3,1% порівняно з попереднім роком (згідно з даними міжнародної боргової статистики Світового банку за 2018 рік). Абсолютна величина зовнішнього боргу, хоча й знаходилася у зоні історичного максимуму, все ж таки була нижчою від свого пікового значення в кінці 2014 року - 7,1 трлн дол. США. Порівняно з 2000 роком сума зовнішнього боргу збільшилася втричі, а порівняно з 2010 – в 1,7 рази (див. табл. 1 і рис. 1). За останні 5 років структура боргу за типом позичальника не підлягала суттєвим змінам: на державний і гарантований державою борг припадало близько ½ загальної суми боргу.

Відношення зовнішнього боргу до валового національного доходу (ВНД) в країнах з низькими і середніми доходами упродовж останніх трьох років було стабільним і становило близько 26%. Такий показник був помітно нижчим від рівня боргу в 2000 році (36,7%) і майже відповідав рівню 2005 року (26,9%). Не зважаючи на помірний рівень боргового навантаження в цілому ¼ частина країн мала зовнішній борг на рівні понад 60% ВНД, а 10 країн – понад 100%.

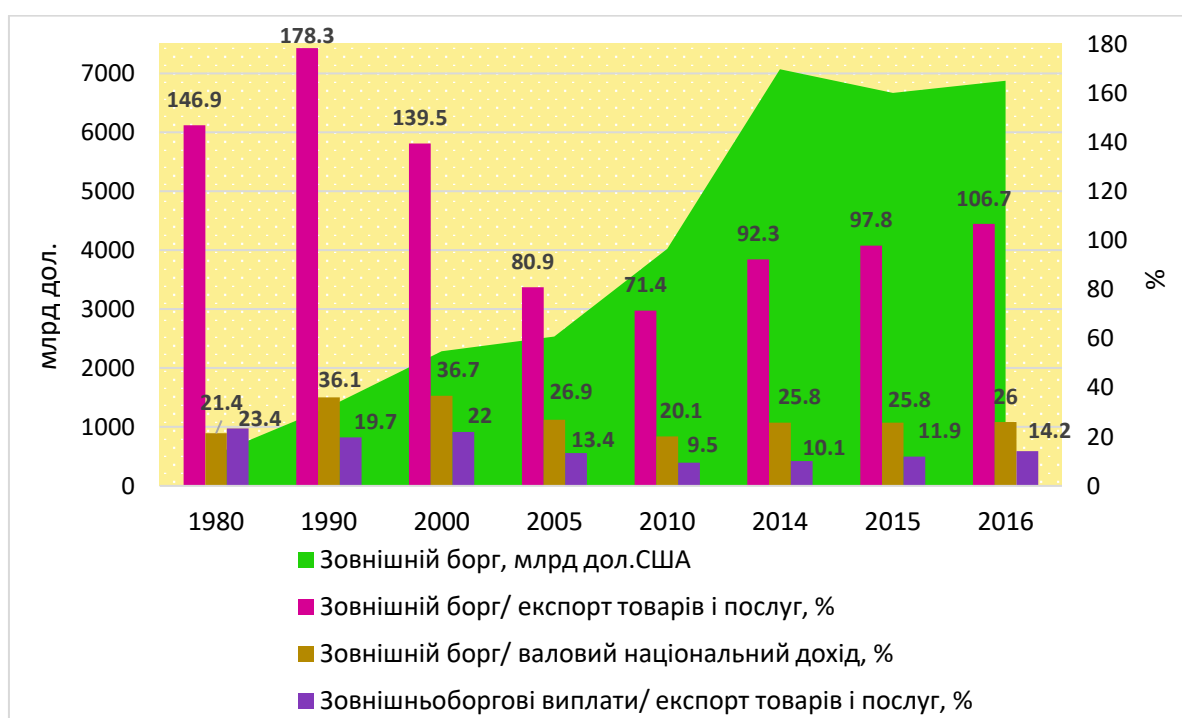


Рис. 1. Зовнішньоборгові показники країн із низьким і середнім рівнем доходів у 1980-2016 рр.

Джерело: Світовий банк "International Debt Statistics, 2018".

Відношення зовнішнього боргу до експорту товарів і послуг у країнах з низьким і середнім рівнем доходів збільшилося з 97,8% у 2015 році до 106,7% у 2016

році. Такі відносні показники боргу засвідчили зниження рівня боргового навантаження порівняно з 1990 і 2000 роком, однак мали висхідну динаміку після 2010 року. У середньому на погашення і обслуговування зовнішнього боргу вказані країни спрямовували 14,2% доходів від експорту, що в 1,5 рази перевищувало показник 2010 року.

Таблиця 1

Порівняння зовнішньоборгових показників країн із низьким і середнім рівнем доходів та України

	1970	1980	1990	2000	2005	2010	2014	2015	2016
<b>Абсолютні показники зовнішнього боргу країн з низькими і середніми доходами, млрд дол.</b>									
Зовнішній борг	70,2	540,9	1337	2282,6	2532,3	4023,3	7071,2	6669,4	6877,0
Довгостроковий борг	60,6	407,1	1099,2	1906,8	1972,4	3132,9	4753,8	4750,0	5052,2
- державний і гарантований державою	45,4	338,9	1039,2	1363,4	1295,5	1673,5	2382,2	2419,9	2526,7
- приватний негарантований	15,2	68,3	60	543,3	676,9	1459,4	2371,6	2330,1	2525,5
Короткостроковий борг	...	122,2	203,2	317,3	490,6	736,4	2203,6	1805,6	1709,6
<b>Відносні показники зовнішнього боргу країн з низькими і середніми доходами, %</b>									
Зовнішній борг/ експорт товарів і послуг	...	146,9	178,3	<b>139,5</b>	<b>80,9</b>	<b>71,4</b>	<b>92,3</b>	<b>97,8</b>	<b>106,7</b>
Зовнішній борг/ ВНД	...	21,4	36,1	<b>36,7</b>	<b>26,9</b>	<b>20,1</b>	<b>25,8</b>	<b>25,8</b>	<b>26</b>
Зовнішньоборгові виплати/ експорт	...	23,4	19,7	<b>22</b>	<b>13,4</b>	<b>9,5</b>	<b>10,1</b>	<b>11,9</b>	<b>14,2</b>
<b>Відносні показники зовнішнього боргу України, %</b>									
Зовнішній борг/ експорт товарів і послуг	...	...	...	74,6	80,9	176,7	185	235,5	233,7
Зовнішній борг/ ВНД	...	...	...	45,9	41,2	92,5	100,7	137,4	127,8
Зовнішньоборгові виплати/ експорт	...	...	...	20,1	13,6	38,4	27,8	58,3	29,3

Джерело: Світовий банк "International Debt Statistics, 2018".

Ключові показники зовнішнього боргу України при порівнянні із середніми для країн з низькими і середніми доходами свідчать про високий рівень боргових ризиків і високий ступінь зовнішньої вразливості національної економіки. За даними Світового банку в 2016 р. співвідношення зовнішнього боргу та експорту товарів і послуг в Україні (233,7%) більше ніж удвічі перевищувало аналогічний показник для означеної групи країн (106,7%). Тиск зовнішньоборгових виплат на валютні надходження від експорту в Україні також удвічі перевищував середній показник: 29,3% проти 14,2%. А українське співвідношення зовнішнього боргу та ВНД (127,8%) перевищувало середній рівень у країнах з невисокими доходами майже в 5 разів. Україна

входила також до десятки країн з низькими і середніми доходами, які мали найвищий рівень зовнішньоборгового навантаження – понад 100% ВНД.

В останні роки стимулююча монетарна політика у США, високий рівень глобальної ліквідності і значна схильність до ризиків міжнародних інвесторів визначали поживлення та синхронність припливу іноземного капіталу на ринки, що формуються.<sup>1</sup> Результати дослідження Є. Керутті, С. Классенс і Д. Пай засвідчують: глобальні фінансові фактори відіграють домінуючу роль при визначенні обсягів і напрямку руху іноземного капіталу до цих країн. Зокрема, глобальні фактори (індекс волатильності VIX, очікувані зміни ключової відсоткової ставки у США, нахил кривої доходності у США) пояснюють 65% коливань обсягів зовнішніх банківських позик і 60% коливань портфельних інвестицій у боргові цінні папери з ринків, що формуються.<sup>2</sup>

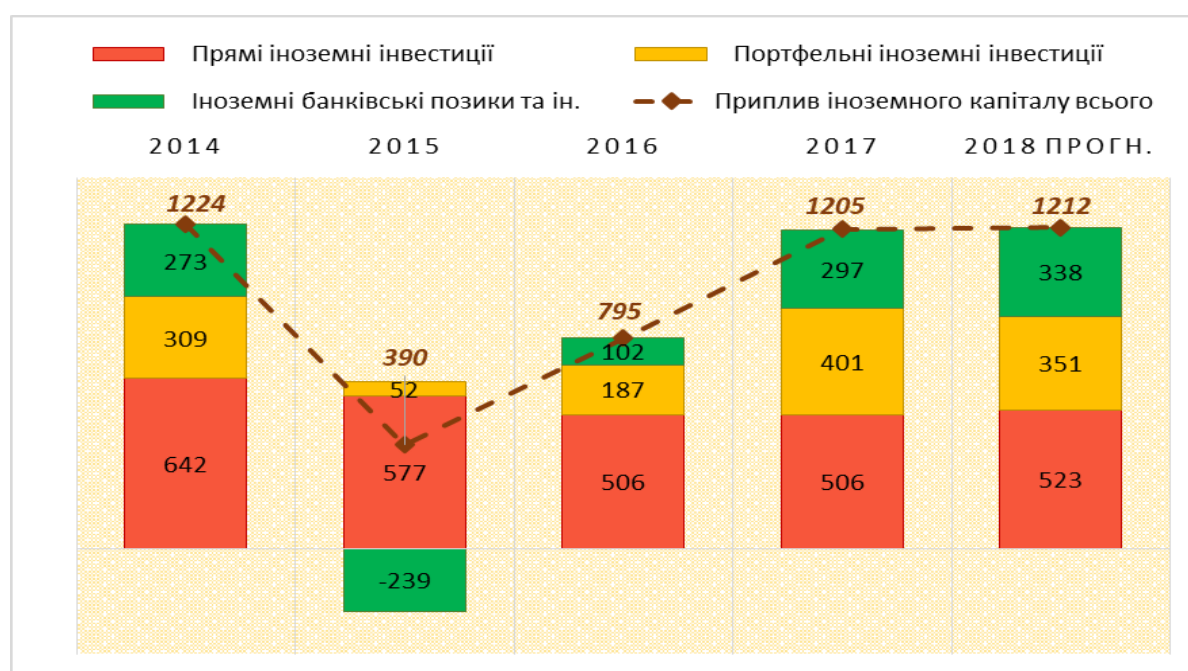


Рис. 2. Приплив іноземного капіталу на ринки, що формуються, у 2014-2018 рр.

Джерело: Інститут міжнародних фінансів.

Згідно з оцінками Інституту міжнародних фінансів, сумарне надходження іноземного капіталу на ринки, що формуються, у 2017 році становило 1205 млрд. дол. США, збільшившись у 1,5 рази, порівняно з 2016 роком (див. рис. 2).

<sup>1</sup> Milesi-Ferretti, Gian Maria, and Cédric Tille, 2011, "The Great Retrenchment: International Capital Flows during the Global Financial Crisis," Economic Policy, Vol. 26. No. 66, pp. 285-342.

Rey, Héléne, 2013, "Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence," in Proceedings of the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium at Jackson Hole.

<sup>2</sup> IMF Working Paper. Push Factors and Capital Flows to Emerging markets: Why Knowing Your Lender Matters More Than Fundamentals / Prepared by E. Cerutti, S. Claessens, and D. Puy. - June 2015.

В поточному році очікується приблизно такий же рівень припливу іноземного капіталу, як і в попередньому - 1212 млрд дол. США. Однак, склад капіталу нерезидентів зазнає помітних змін. Так, у 2018 році залучення іноземних портфельних інвестицій (351 млрд дол.) має зменшитися на 12,5%, порівняно з попереднім роком; і все ж таки дана величина буде удвічі більшою, ніж в 2016 році (187 млрд дол.). Пряме іноземне інвестування в ринки, що формуються, залишатиметься стабільним: 506-523 млрд дол. у 2016-2018 рр. В той же час сума іноземних банківських позик у 2018 році має зрости на 13,8% відносно 2017 року і більше ніж утричі відносно 2016 року.

Хоча з кінця 2017 р. в глобальному масштабі почали спрацьовувати фактори «виштовшування» іноземного капіталу з ринків, що формуються, (внаслідок підвищення відсоткових ставок у розвинутих країнах) активи з ринків, що формуються, все ще залишаються достатньо привабливими для інвесторів. Високі темпи економічного зростання цих країн і значні обсяги накопичених валютних резервів додавали впевненості міжнародним інвесторам. У той же час іноземні портфельні інвестиції, як найбільш мінлива складова, чутливо реагували на підвищення доходності безризикових активів у США, зміцнення обмінного курсу долара і посилення напруги у зовнішньо-торговельних відносинах США з Китаєм та ЄС.

У площині макроекономічних ефектів приплив іноземного капіталу на ринки, що формуються, як відомо, породжує ряд позитивних явищ: пом'якшення кредитних обмежень для національних суб'єктів і надання їм доступу до довгострокового фінансування, розширення інвестиційних ресурсів і прискорення економічного зростання. Надходження іноземного капіталу в багатьох випадках дозволяє підвищити продуктивність і ефективність використання капіталу. Б. Грусс, М. Набар і М. Поплавсі-Рібейро оцінили, що збільшення співвідношення припливу іноземного капіталу до ВВП в країнах, що розвиваються, і з ринками, що формуються, на 1 п.п. підвищує середньострокові темпи економічного зростання у країнах-реципієнтах на 0,2 п.п. Прикметно, що у період між 1995-2004 роками і 2005-2014 роками внесок зовнішніх фінансових умов у коливання темпів зростання середньодушових доходів у зазначених країнах збільшився на 1/3.<sup>3</sup>

---

<sup>3</sup> IMF Working Paper. Growth Accelerations and Reversals in Emerging Market and Developing Economies: The Role of External Conditions\* / Prepared by Bertrand Gruss, Malhar Nabar, and Marcos Poplawski-Ribeiro. - March 2018.

Але з іншого боку, при покладанні на залучення іноземного позичкового капіталу у країнах з ринками, що формуються, виникають «зони вразливості» платіжного балансу, державних фінансів і банківського сектору, які за відсутності здорових макроекономічних основ і зваженої системи управління ризиками, можуть запустити у дію кризовий сценарій під впливом раптової зупинки надходження капіталу. Цей феномен добре відомий фахівцям з міжнародної економіки та фінансових ринків<sup>4</sup> і був підтверджений практичним досвідом України у 2008-2009 роках та 2014-2015 роках.

Згідно з нашим прогнозом на поточний рік, підвищення доходності безризикових активів у США закономірно визначатиме зниження ринкових цін на фінансові активи із країн з ринками, що формуються; такі глобальні зміни породжуватимуть **реальні виклики для стійкості платіжного балансу України і обумовлюватимуть пролонгацію залежності фінансового стану держави від залучення зовнішнього офіційного фінансування, а також продовження фінансової підтримки вітчизняних корпорацій спорідненими структурами-нерезидентами.**

## **II. СТАН ПЛАТІЖНОГО БАЛАНСУ УКРАЇНИ ТА ОСНОВНІ СКЛАДОВІ ЙОГО ДИНАМІЧНИХ ЗМІН.**

За даними Національного банку України, дефіцит поточного рахунку платіжного балансу в I кварталі 2018 року становив 377 млн дол. США, тоді як у I кварталі 2017 – 357 млн дол, а в I кварталі 2016 – 1067 млн дол. США (див. рис. 3). Тобто порівняно з показником річної давнини негативне сальдо поточного рахунку не зазнало помітних змін, але зменшилося майже втричі порівняно з I кварталом 2016 роком. В той же час негативними тенденціями динаміки поточних операцій у нинішньому році порівняно з попереднім стали:

- збільшення дефіциту торговельного балансу на 637 млн дол. США;
- збільшення дефіциту «доходів від інвестицій» на 437 млн дол. США;
- утримання в цілому дефіцитного поточного рахунку і відсутність передумов для подолання даного дефіциту.

---

<sup>4</sup> Calvo, G., Reinhart, C. When capital inflows come to a sudden stop: consequences and policy options, In: Kenen, P., Swoboda, A. (Eds.), Key Issues in Reform of the International Monetary and Financial System. International Monetary Fund, 2000, pp. 175- 201.

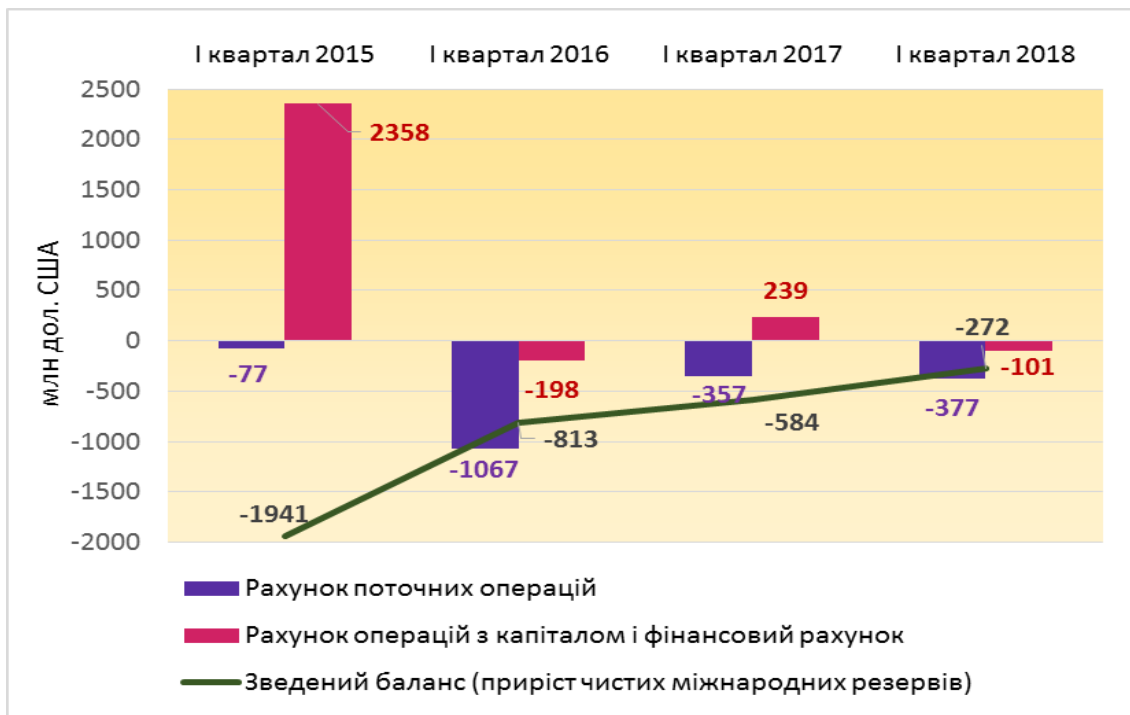


Рис. 3. Агрегати платіжного балансу України в I кварталі 2015- I кварталі 2018 років

Джерело: НБУ.

Збільшення доходів від оплати праці на 737 млн дол. у I кварталі дозволило перекрити дефіцит торговельного балансу, але погіршило перспективи відновлення національної економіки в умовах триваючого відтоку найбільш продуктивної та кваліфікованої робочої сили за кордон.

Відносно ВВП сальдо поточного рахунку в I кварталі становило -0,3% ВВП, що може вважатися прийнятною величиною, з огляду на те, що в цілому за 2013 рік вказане сальдо становило -9,1% ВВП, 2014 – -3,4%, 2016 – -1,4%, а за 2017 рік – -1,9% ВВП. Лише в 2015 році було досягнуто профіциту поточного рахунку, який складав 1,8% ВВП (див. рис. 4).

Таким чином, аналізуючи період 2014-2018 рр., доходимо висновку про те, що **різка девальвація гривні зробила свій внесок у зменшення зовнішньо-економічних дисбалансів, однак вона не спромоглася повністю подолати дефіцит торговельного балансу, який постійно наростає з початку 2016 р. Досвід України показав: навіть трикратна девальвація національної валюти не може виступати єдиним засобом врівноваження торговельного балансу. За низького рівня конкурентоспроможності національних виробників і значної частки товарів першої необхідності (в т. ч. енергоносіїв) у структурі імпорту подолання макро-фінансових розривів має спиратися на поєднання важелів фінансової та структурної політики держави.**



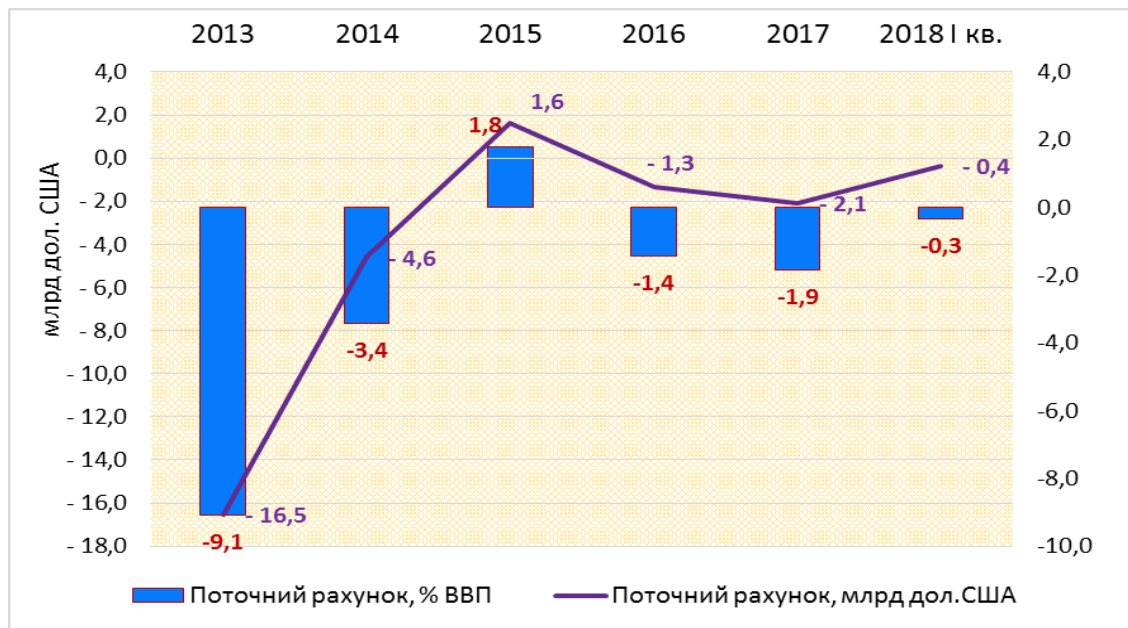


Рис. 4. Поточний рахунок платіжного балансу в абсолютному та відносному вимірах у 2013 - I кварталі 2018 рр.

Джерело: НБУ, власні розрахунки.

Сальдо фінансового рахунку та рахунку операцій з капіталом платіжного балансу в I кварталі 2018 р. було від'ємним і становило -101 млн дол. США (див. рис. 3). Нагадаємо, що за новою методикою складання платіжного балансу негативне сальдо означає приріст чистих зовнішніх зобов'язань резидентів України і відповідає позитивному сальдо за попередньою методикою. Порівняно з I кварталом 2017 р. (коли зовнішні зобов'язання резидентів України зменшилися) сальдо фінансового рахунку покращилося на 340 млн дол., але погіршилося на 97 млн дол. порівняно з I кварталом 2016 р.

Основними складовими негативного сальдо фінансового рахунку стали:

- а) сальдо прямих інвестицій – -296 млн дол. США;
- б) сальдо портфельних інвестицій – -525 млн дол. (внаслідок розміщення валютних ОВДП Урядом та іноземних облігацій банками);
- в) сальдо пасивів інших інвестицій – -375 млн дол. (переважно внаслідок залучення торговельних кредитів нефінансовими підприємствами).

Доволі суттєвий приріст зовнішніх зобов'язань за основними статтями платіжного балансу частково перекривався приростом зовнішніх активів за статтею «інші інвестиції». В цілому стан фінансового рахунку в I кварталі 2018 року відображав проведення чистих зовнішніх запозичень сектором державного управління і нефінансових підприємств, а також накопичення зовнішніх активів на руках у приватних суб'єктів.

Зведене сальдо платіжного балансу України у січні-березні 2018 р. сформувалося від'ємним на рівні 272 млн дол. США, але величина цього сальдо зменшилася порівняно з I кварталом 2017 року: тоді вона становила «мінус» 584 млн дол. (див. рис. 3). В поточному періоді **від'ємне сальдо платіжного балансу і погашення кредитів МВФ на суму 540 млн дол. було профінансовано за рахунок вилучення резервних активів на суму 812 млн дол. США.**

Негативним є той факт, що **Національний банк допустив зменшення обсягу міжнародних резервів одночасно з номінальною ревальвацією курсу гривні (на 5,4% за I квартал). І це у період пікових навантажень виплат за зовнішнім державним боргом (2018-2020 роки), які без продовження підтримки міжнародних організацій породжують для України реальну загрозу суверенного дефолту (!)**

Така поведінка в умовах нестійкої зовнішньої позиції країни свідчить або про економічний волюнтаризм Національного банку, або про свідоме короткострокове «коригування» ним валютного курсу для генерування надприбутків вітчизняними олігархами, які змушені були частково повертати незаконно виведені з України капітали напередодні впровадження податкового плану BEPS. На початку року нерезиденти (найбільш вірогідно – офшорні компанії вітчизняних олігархів) активно вкладали кошти у короткострокові ОВДП (див. аналітичний продукт Центру «Аналіз управління державним боргом в I кварталі 2018 року»).

Отже, I квартал 2018 року відзначався загостренням ризиків у сфері платіжного балансу країни. Утримання негативного сальдо поточного рахунку, нарощування дефіциту торговельного балансу, кволий приплив іноземного капіталу до приватного сектору і скорочення міжнародних резервів вказують на вразливість зовнішньої позиції України, погіршення її міжнародної ліквідності та можливість повторення валютної кризи або кризи платіжного балансу в недалекому майбутньому.

### **III. СФЕРИ ЗОВНІШНЬОЇ ВРАЗЛИВОСТІ ТА ІНДИКАТОРИ ЗОВНІШНЬОЇ СТІЙКОСТІ УКРАЇНИ.**

Сальдо поточного рахунку платіжного балансу, чиста міжнародна інвестиційна позиція країни, розміри зовнішнього сукупного боргу та короткострокового зовнішнього боргу, обсяг зовнішньоборгових виплат і рівень міжнародних

резервів центрального банку є загально визнаними індикаторами зовнішньої вразливості або стійкості зовнішнього сектору економіки до кризових потрясінь. За високого ступеню відкритості національної економіки та значного обсягу накопичених зовнішніх активів і зобов'язань дотримання безпечних значень показників зовнішньої стійкості означає недопущення суттєвих зовнішньо-економічних дисбалансів та утримання належного рівня міжнародної ліквідності, що, в свою чергу, має гарантувати непорушність макрофінансової стабільності в країні.

У таблиці 2 представлено стандартний набір індикаторів зовнішньої стійкості, значення яких розраховано автором для періоду 2013 - I кварталу 2018 років на основі даних НБУ. Отримані кількісні значення надалі порівнювалися із граничними значеннями (останній стовпчик таблиці 2), які визначалися за даними «Alert Mechanism» Єврокомісії та Статистичного Департаменту Центрального банку Індонезії.<sup>5</sup> При перевищенні визначених граничних значень відповідні показники маркувалися червоним кольором – як такі, що сигналізують про підвищений рівень небезпеки. Якщо фактичні значення знаходилися в інтервалі 85-100% граничного показника, вони маркувалися жовтим кольором, що означало помірний рівень ризиків. А якщо фактичні значення були меншими від 85% граничного показника, вони позначалися зеленим кольором – як такі, що знаходяться у зоні допустимих значень і вказують на низький рівень ризиків.

За результатами проведеного аналізу виявилось, що в I кварталі 2018 року із 11 індикаторів зовнішньої стійкості лише три: сальдо поточного рахунку, чиста міжнародна інвестиційна позиція та міжнародні резерви у % до грошової маси - засвідчили низький ступінь вразливості до впливу шоків ситуацій (зелений колір у таблиці 2). За 8-ма індикаторами: валового зовнішнього боргу, короткострокового зовнішнього боргу, обсягу боргових виплат і рівня міжнародних резервів країни (крім відношення до грошової маси) **рівень відповідних ризиків було оцінено як дуже високий (червоний колір у табл. 2).**

---

<sup>5</sup> External Vulnerability Indicators: The Case of Indonesia, Ayi Supriyadi / Statistics Department Bank Indonesia Version of June 30, 2014.

## Індикатори зовнішньої стійкості України та їх граничні значення

Індикатори	2013	2014	2015	2016	2017	2018 Ікварт.	Гранич- ні зна- чення*
1. Валовий зовнішній борг, % експорту товарів і послуг	173,9	193,0	248,0	246,9	216,8	210,2	200
2. Валовий зовнішній борг, % ВВП	78,1	94,6	130,4	121,8	103,9	100,3	60
3. Короткостроковий борг, % валового зовнішнього боргу	41,7	44,8	43,3	41,6	40,1	40,6	20
4. Короткостроковий зовнішній борг, % експорту товарів і послуг	72,6	86,5	107,3	102,7	86,9	88,0	40
5. Зовнішньоборгові виплати, % експорту товарів і послуг	42,4	27,8	58,3	29,3	*	*	25
6. Міжнародні резерви, % короткострокового зовнішнього боргу	34,4	13,3	25,9	32,9	40,2	38,5	100
7. Міжнародні резерви, % композитного критерію МВФ	*	*	45,2	55,8	65,1	63	100
8. Міжнародні резерви, % середньомісячного імпорту	2,5	1,3	3,2	3,6	3,6	3,4	3,8
9. Міжнародні резерви, % широкої грошової маси	18,0	12,4	32,1	38,3	43,7	41,3	20
10. Сальдо поточного рахунку, % ВВП	-9,1	-3,4	1,8	-1,4	-1,9	-0,3	-2,3
11. Чиста міжнародна інвестиційна позиція, % ВВП	-36,8	-40,1	-41,7	-37,1	-23,7	-23,3	-35

Джерело: власні розрахунки за даними НБУ.

Основні показники міжнародних резервів України показують їх критичне зниження у 2014 році та поступове відновлення в 2015-2017 роках (див. рис. 5). Станом на кінець 2017 року обсяг міжнародних резервів становив 18,8 млрд дол. США, 3,6 місяців імпорту та 40,2% короткострокового зовнішнього боргу. Порівняно з кінцем 2014 року вказані показники резервів збільшилися майже втричі. Однак **навіть на піку своїх значень у кінці 2017 р. міжнародні резерви України все ще не досягали 100% короткострокового зовнішнього боргу** (відставання в 2,5 рази) та **100% композитного критерію МВФ** (відставання в 1,5 рази). Нагадаємо, що композитний критерій МВФ передбачає достатність резервів у випадку еквівалентності їх обсягу сумі 30% короткострокового зовнішнього боргу України, 15% інших зовнішніх зобов'язань резидентів, 5% експорту і 5% широких грошей.

В I кварталі 2018 року абсолютні та відносні показники міжнародних резервів України погіршувалися: їх обсяг зменшився до 18,2 млрд дол. США та 38,5% короткострокового зовнішнього боргу.

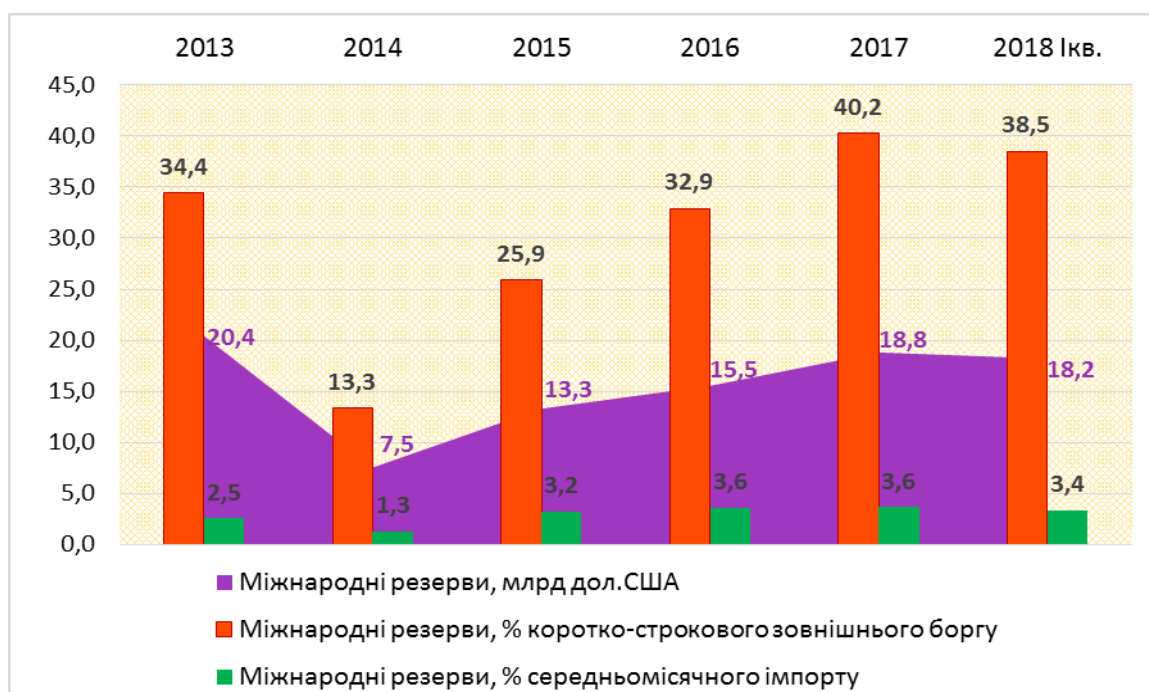


Рис. 5. Показники міжнародних резервів України в 2013-2018 роках.

*Джерело:* власні розрахунки за даними НБУ.

Серед індикаторів зовнішньої стійкості чільне місце посідають показники зовнішнього боргу та міжнародних резервів, з огляду на поширеність валютних і боргових криз у сучасному світі. Причому спостерігається тісний ступінь взаємозв'язку між надмірним обсягом зовнішнього боргу та валютними кризами (*див. вставку 1*).

**Вставка 1. Емпіричні дослідження і теоретичні моделі для визначення взаємозв'язків між зовнішнім боргом і валютно-курсовою стабільністю**

П. Кругман показав, що при надмірному накопиченні приватних боргів і очікуванні девальвації національної валюти кредитори відмовляються від пролонгації раніше виданих позик і конвертують кошти, отримані як погашення боргу, в іноземну валюту. Масований вплив іноземного капіталу і зростання попиту на іноземну валюту з боку вітчизняних економічних агентів провокують валютну кризу. При цьому вірогідність кризи само-відтворювальних очікувань істотно зростає при переважанні короткострокової заборгованості у загальній структурі боргу та за наявності низького обсягу міжнародних резервів. Зазначена послідовність подій та їх наслідків у теорії отримала назву моделей валютних криз III покоління.

Т. Кліатскова і Ю. Міккельсен встановили, що країни із значними обсягами валютних боргів неохоче відпускають свої валюти у «вільне» плавання, оскільки висока волатильність обмінного курсу негативно впливає на баланси фірм, домашніх господарств та урядів.\* Якщо корпорації та/ або домашні господарства отримують доходи в національній валюті, а залучають позики в іноземній валюті, то різка девальвація обмінного курсу викликає помітне зростання витрат на обслуговування боргу, збільшення кількості банкрутств і звуження інвестиційного та споживчого попиту. Стрес у корпоративному секторі і секторі домашніх господарств може поширитися на фінансовий сектор і спричинити фінансову нестабільність. Таким чином, за висновком авторів, країни з високим рівнем доларизації зобов'язань схильні до проведення більш активної політики регулювання обмінного курсу.

Т. Асонума з використанням економіко-математичних методів підтвердив, що між рішенням щодо оголошення суверенного дефолту і глибиною девальвації обмінного курсу існує прямий взаємозв'язок.\*\* Досліджуючи 18 випадків суверенного дефолту та реструктуризацій у період 1998-2013 років, автор показав, що, з одного боку, реальне зниження обмінного курсу підвищує тягар обслуговування боргу для суверенного позичальника і підштовхує його до дефолту. А з іншого боку, оголошення дефолту чи реструктуризація боргу зумовлює подальшу девальвацію національної валюти. Коефіцієнти регресійної моделі засвідчили, що кожен процент річної девальвації обмінного курсу погіршує кредитний рейтинг суверена на 0,23 від однієї сходинки градації, підвищуючи, відповідно, і ймовірність дефолту.

\* IMF Working Paper. Floating with a Load of FX Debt? / Prepared by Tatsiana Kliatskova and Uffe Mikkelsen. - December 2015.

\*\* IMF Working Paper. Sovereign Defaults, External Debt, and Real Exchange Rate Dynamics / Prepared by Tamon Asonuma – February 2016.

Наші висновки щодо нестійкості зовнішнього сектора економіки України та високих фінансових ризиків підтверджують і фахівці Інституту міжнародних фінансів. У червні 2018 року вони зарахували Китай, Україну та Аргентину до групи найбільш уразливих серед країн, що розвиваються, за показниками потреб у зовнішньому фінансуванні, достатності міжнародних резервів, оцінки активів і зовнішньо-торговельної стійкості. Крім того, відносно України, поряд із Туреччиною та Польщею, фахівцями було відзначено підвищення ризиків інвестування, порівняно з минулим роком.

**Надмірні обсяги сумарного зовнішнього боргу України, короткострокового зовнішнього боргу, гігантські обсяги зовнішньоборгових виплат, низький рівень міжнародних резервів та значне негативне сальдо міжнародної інвестиційної позиції сигналізують про можливість настання боргової кризи і кризи платіжного балансу в нашій країні під дією внутрішніх або зовнішніх шоків.**

Хиткий стан макрофінансової стабільності в країні сигналізують і труднощі з виконанням бюджету та здійсненням планових виплат у рахунок погашення і обслуговування зовнішнього боргу, з якими Україна зіткнулася в поточному році. Так, в 2018 р. держава має виплати іноземним кредиторам та інвесторам у валютні ОВДП загалом близько 6,5 млрд. дол. США, а в 2019 р. - 6,3 млрд дол. США. Згідно з початковими планами Уряду, для рефінансування таких виплат у 2018 році Мінфін і НБУ мали намір залучити приблизно 6 млрд дол. США зовнішнього фінансування, включаючи 2 млрд дол. – чергові транші МВФ, 2,5 млрд дол. – надходження від єврооблігацій, 0,6 млрд дол. – залучення макрофінансової допомоги ЄС та 0,8 млрд дол. – позик Світового банку. Фактично ж за I півріччя Урядом було отримано лише 0,06 млрд дол. США зовнішнього фінансування до спеціального фонду Державного бюджету. Провал із залученням зовнішнього фінансування в I півріччі пояснюється зупинкою програми МВФ і неможливістю отримання позичкових коштів від ЄС та Світового банку без відновлення співробітництва з МВФ, а також надзвичайною дорожнечою (або фактичною недоступністю) зовнішнього комерційного фінансування для Уряду при утриманні статус-кво у відносинах України з офіційними кредиторами.

Проблеми із залученням зовнішнього позичкового фінансування та виконанням доходної частини мають своїм наслідком неповне фінансування видатків Державного бюджету. Так, за січень-травень 2018 р. видатки загального фонду

Державного бюджету було недофінансовано на 36,3 млрд грн. або на 9,3% порівняно з плановими. Поки що Міністерство фінансів України в ручному режимі скорочує обсяги бюджетних асигнувань деяким розпорядникам коштів, але неотримання прогнозованих обсягів зовнішнього фінансування до кінця року зробить неминучим секвестр державного бюджету. Скорочення державних видатків в умовах кволого відновлення економічної активності після глибокої кризи 2014-2015 рр. стане чинником пригнічення економічної діяльності та поглиблюватиме соціально-демографічну кризу в країні.

Таким чином, **відновлення співробітництва України з МВФ і утримання зовнішньо-економічної та боргової стійкості має стати одним із пріоритетів діяльності держави в короткостроковому періоді. Але в середньостроковому періоді першочергове значення для вирівнювання фінансових і зовнішньо-економічних дисбалансів України матиме оздоровлення регуляторно-правової системи та проведення активної структурної політики, які забезпечуватимуть розвиток вітчизняного підприємництва та відхід від рентно-сировинної моделі економіки.**

На наш погляд, досить важливим аспектом, який має враховуватися у процесі взаємодії України з МВФ, є те, що Фонд не має жорстко постійного набору заходів для досягнення цілей макрофінансової стабілізації в конкретній країні. Фахівці МВФ можуть оперативнo коригувати початкові параметри стабілізаційних програм при обґрунтуванні національним урядом заходів/критеріїв, відмінних від пропонованих МВФ, але достатньо ефективних для подолання наявних розривів державних фінансів, грошово-кредитного та зовнішнього секторів. Тому **для досягнення перспективних цілей соціально-економічного розвитку країни та відновлення повноцінного суверенітету держави незаперечне значення має вироблення активної позиції державних інститутів у проблемних питаннях співробітництва з МВФ і професійне відстоювання національних економічних інтересів.**



#### **IV. МІЖНАРОДНА ІНВЕСТИЦІЙНА ПОЗИЦІЯ ЯК ДЗЕРКАЛО ФІНАНСОВИХ ВЗАЄМОЗВ'ЯЗКІВ УКРАЇНИ ІЗ СВІТОМ.**

Станом на 31.03.2018 сума пасивів міжнародної інвестиційної позиції України досягла величини 157 млрд дол. США, а сума активів резидентів України відносно решти світу - 129,9 млрд дол. США. Таким чином, Україна виступала нетто-позичальником решти світу в сумі 27,1 млрд дол. США (табл. 3). Відносно ВВП 2017 року міжнародні пасиви резидентів України склали 140% ВВП, а їх зовнішні активи – 115,8% ВВП.

У історичному ракурсі максимальну суму пасивів щодо решти світу резиденти України накопичили в кінці 2013 року – 203,3 млрд дол США. З того часу до кінця 2017 р. сума міжнародних пасивів зменшилася на 47,2 млрд дол. або на 23,2%. Аналогічно, і максимальний обсяг міжнародних активів резиденти України мали в кінці 2013 року – 136,4 млрд дол. США (див. рис. 6). Найбільший дефіцит міжнародної інвестиційної позиції України - 66,9 млрд дол. США – мав місце також в 2013 році. Відтоді сума чистого кредитування України рештою світу (чиста інвестиційна позиція) поступово зменшувалася.

Щодо середньострокових тенденцій, то сума міжнародних активів резидентів України зменшилася в 2014 році, а сума пасивів зменшувалася упродовж 2014-2016 років. З того часу траєкторія руху міжнародних активів і пасивів України набула зворотного характеру. Тобто з 2015 року відновився приріст міжнародних активів, а з 2017 року – накопичення міжнародних зобов'язань резидентів України.

Динамічні зміни активів і пасивів міжнародної інвестиційної позиції України до 2014 року в цілому відповідали загальносвітовим тенденціям. В останні два десятиріччя світова економіка ставала все більш глобалізованою, як у площині торговельних, так і фінансових взаємозв'язків. У 1990-ті і на початку 2000-х років у світі мав місце феномен швидкого зростання зовнішніх активів і зобов'язань, що призвів до потроєння їх обсягу: від 60% світового ВВП на початку 1990-х років до 160% у 2007 році.<sup>6</sup> На більшій частині вказаного часового інтервалу накопичення валових зовнішніх активів і зобов'язань супроводжувалося також збільшенням чистих інвестиційних позицій, оскільки країни-кредитори мали профіцитні рахунки поточних операцій, в той час як країни-позичальниці, відповідно, допускали дефіцити поточних рахунків платіжних балансів.

---

<sup>6</sup> IMF Working Paper. The Stabilizing Role of Net Foreign Asset Returns / Prepared by Gustavo Adler and Daniel Garcia-Macia - March 2018.

Таблиця 3: Міжнародна інвестиційна позиція України станом на кінець періоду, млн дол. США

	2000	2004	2008	2010	2013	2014	2015	2016	2017	31.03.2018
<b>АКТИВИ</b>	<b>11 023</b>	<b>28 164</b>	<b>106 596</b>	<b>132 016</b>	<b>136 390</b>	<b>120 763</b>	<b>124 448</b>	<b>124 216</b>	<b>129 536</b>	<b>129 918</b>
Резервні активи	1 505	9 525	31 543	34 576	20 416	7 533	13 300	15 539	18 809	18 192
Прямі інвестиції за кордон	170	198	7 089	6 548	7 998	7 967	7 787	7 942	8 156	8 173
Портфельні інвестиції	32	36	49	94	176	188	173	96	98	103
Цінні папери, що дають право на участь у капіталі	20	33	45	67	74	68	75	3	1	2
Боргові цінні папери	12	3	4	27	102	120	98	93	97	101
Інші інвестиційні активи	9 316	18 405	67 915	90 798	107 800	105 075	103 188	100 639	102 473	103 450
Торгові кредити та аванси	1 470	3 121	7 863	12 082	9 233	8 432	7 432	7 748	8 899	9 392
Короткострокові кредити	0	20	560	129	76	984	949	670	622	630
Довгострокові кредити	21	2	500	248	36	409	115	19	496	497
Валюта та депозити	7 825	14 858	58 574	77 896	98 299	95 108	94 548	92 050	92 269	92 747
Готівкова валюта поза банками	6 189	10 858	48 950	64 263	86 323	86 037	85 869	83 147	83 787	83 972
Інші активи	0	404	418	443	156	142	144	152	187	184
<b>ПАСИВИ</b>	<b>23 815</b>	<b>40 283</b>	<b>146 795</b>	<b>167 098</b>	<b>203 295</b>	<b>174 300</b>	<b>162 431</b>	<b>158 807</b>	<b>156 103</b>	<b>157 003</b>
Прямі інвестиції в Україну	3 875	9 606	47 081	52 872	67 204	52 587	47 393	48 858	43 933	45 129
Портфельні інвестиції	3 198	6 386	17 059	20 085	35 956	33 032	29 854	29 893	31 696	32 273
Цінні папери, що дають право на участь у капіталі	803	589	2 304	2 773	5 197	4 662	4 871	4 924	5 144	5 171
Боргові цінні папери	2 395	5 797	14 755	17 312	30 759	28 370	24 983	24 969	26 552	27 102
Інші інвестиційні зобов'язання	16 742	24 291	82 655	94 141	100 135	88 681	85 184	80 056	80 474	79 601
Торгові кредити та аванси	6 645	7 893	10 068	14 625	24 623	15 855	12 836	13 264	15 014	14 156
Короткострокові кредити	187	544	1 892	3 215	1 560	1 554	2 271	1 082	1 416	1 461
Довгострокові кредити	9 468	13 700	41 717	52 469	56 870	57 567	60 660	58 800	59 839	60 075
державні та гарантовані Урядом	7827	7303	9 687	19 274	10 288	13 823	20 748	21 498	23 600	23 597
негарантовані державою	1 641	6 397	32 030	33 195	46 582	43 744	39 912	37 302	36 239	36 478
Валюта та депозити	442	2 154	28 978	21 816	15 059	11 808	7 637	5 150	2 340	2 279
Інші зобов'язання	0	0	0	2 016	2 023	1 897	1 780	1 760	1 865	1 630
<b>ЧИСТА ІНВЕСТИЦІЙНА ПОЗИЦІЯ</b>	<b>-12 792</b>	<b>-12 119</b>	<b>-40 199</b>	<b>-35 082</b>	<b>-66 905</b>	<b>-53 537</b>	<b>-37 983</b>	<b>-34 591</b>	<b>-26 567</b>	<b>-27 085</b>

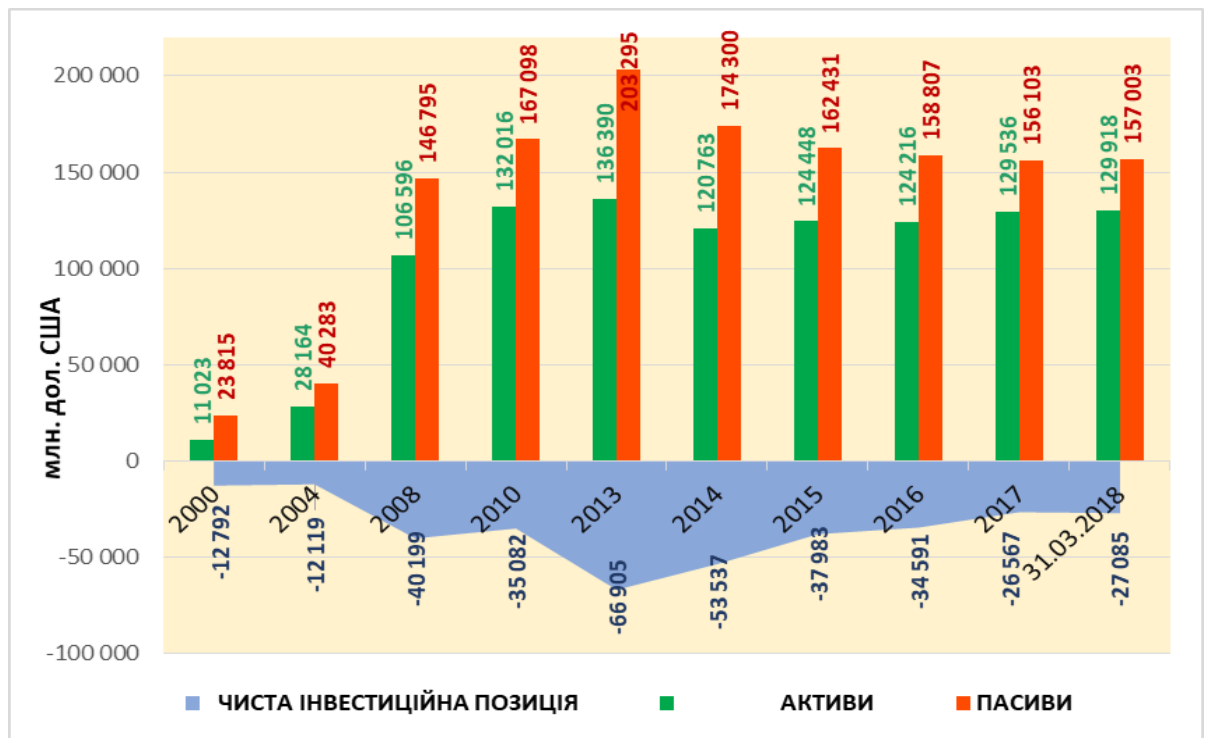


Рис. 6. Агреговані показники міжнародної інвестиційної позиції України в 2000 – I кварталі 2018 рр.

Джерело: дані НБУ.

Ф. Лан і Г.М. Мілесі-Ферретті на основі бази даних для 210 країн у період 1970-2015 показали, що після глобальної кризи зростання міжнародних інвестиційних позицій відносно світового ВВП припинилося у зв'язку із охолодженням припливу і відпливу капіталів з розвинутих країн (особливо з фінансових центрів), що значною мірою пояснювалося гальмуванням транскордонної діяльності великих банків у розвинутих країнах.<sup>7</sup>

Автори вказували на те, що з початку глобальної фінансово-економічної кризи масштаби переливів капіталів і вартість активів різко зменшилися, а суттєву частину капіталу було репатрійовано до розвинутих країн. Далі, у період 2010-2013 років спостерігалось асиметричне відновлення потоків міжнародних капіталів: приплив іноземного капіталу на ринки, що формуються, суттєво збільшився, в той час як переливи капіталів між розвинутими країнами залишалися слабкими.

Щодо структурних зрушень на стороні зовнішніх активів і пасивів країн з ринками, що формуються, то тут найбільш помітними змінами стали суттєве зростання обсягу міжнародних резервів (як активу) та обсягів прямих

<sup>7</sup> IMF Working Paper. International Financial Integration in the Aftermath of the Global Financial Crisis / Prepared by Philip R. Lane and Gian Maria Milesi-Ferretti. - May 2017.

іноземних інвестицій (як пасиву). Слід відзначити також зростання зовнішніх активів і пасивів зазначених країн у формі боргових інструментів – як портфельних інвестицій, так і кредитів, на відміну від спадної динаміки зовнішнього боргового фінансування у розвинутих країнах.

Аналіз структури пасивів міжнародної інвестиційної позиції України вказує на те, що домінуючою формою зовнішнього фінансування України виступало позичкове фінансування (див. рис. 7). Так, станом на 31.03.2018 зобов'язання резидентів України за довгостроковими кредитами сягнули величини 60,1 млрд дол. США, а зобов'язання перед портфельними інвесторами, які вкладали кошти у боргові цінні папери – 27,1 млрд дол. США. В той же час сума прямих іноземних інвестицій в Україну становила 45,1 млрд дол. США, а сума портфельних інвестицій в пайові цінні папери – 5,2 млрд дол. США. Серед вагомих компонентів пасивів міжнародної інвестиційної позиції виділяються також торговельні кредити та аванси – 14,2 млрд. дол. США.

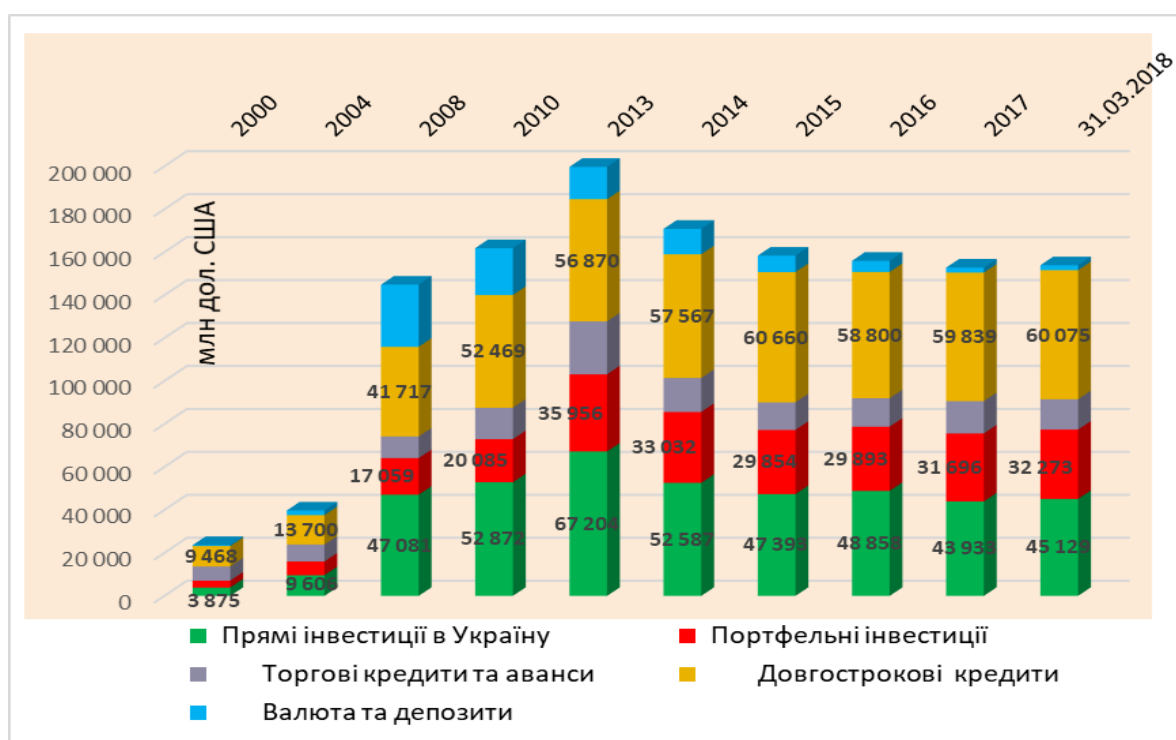


Рис. 7. Основні компоненти пасивів міжнародної інвестиційної позиції України в 2000 – 2017 рр.

Джерело: дані НБУ.

Якщо порівнювати стан міжнародних пасивів України в кінці I кварталу 2018 року з кінцем 2008 року, найбільш разючими виявляться такі відмінності:

- збільшення заборгованості за довгостроковими іноземними кредитами на 18,4 млрд дол. США;

- збільшення вкладень іноземних портфельних інвесторів в економіку України на 15,2 млрд дол. США;
- зменшення суми депозитів та української валюти у власності нерезидентів на 26,7 млрд дол. США.

Аналіз структури активів міжнародної інвестиційної позиції України (рис. 8) вказує на переважну форму утримання валютних цінностей резидентами України – готівкова валюта поза банками: її обсяги сягнули 84 млрд дол. США. Серед вагомих компонентів активів міжнародної інвестиційної позиції слід відзначити також офіційні золотовалютні резерви – 18,2 млрд дол. США; торговельні кредити та аванси – 9,4 млрд. дол. США та прямі закордонні інвестиції резидентів України – 8,2 млрд дол. США.

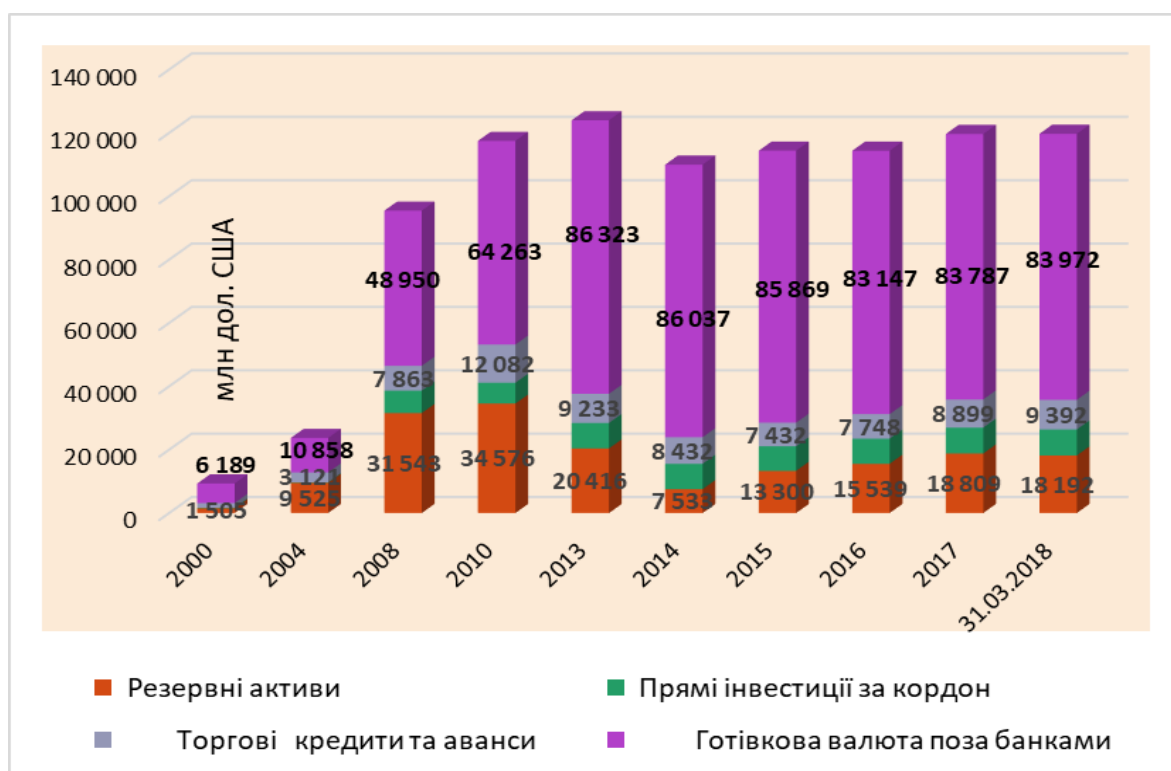


Рис. 8. Основні компоненти активів міжнародної інвестиційної позиції України в 2000 – 2017 рр.

Джерело: дані НБУ.

При порівнянні стану міжнародних активів України в кінці I кварталу 2018 року з кінцем 2008 року найбільш разючими виявляться такі відмінності:

- збільшення запасів готівкової валюти поза банками на 35 млрд дол. США;
- зменшення міжнародних резервів НБУ на 13,4 млрд дол. США;

- збільшення торгових кредитів і авансів, наданих резидентами України, на 1,5 млрд дол. США.

Показники активів і пасивів міжнародної інвестиційної позиції вказують на те, що **ступінь інвестиційної привабливості національної економіки для іноземних інвесторів все ще залишається доволі низьким, а міжнародні агенти надають перевагу кредитній формі фінансування резидентів України (на противагу - інвестиційній). Крім того, структура зовнішніх активів відображає як наслідки інтернаціоналізації економічних зв'язків резидентів України, так і вкладення значних обсягів їх заощаджень у іноземну валюту, що є, по суті, формою втечі капіталу, яка консервує відсталість і слабкий динамізм вітчизняної економіки.**

Вагомою складовою пасивів міжнародної інвестиційної позиції України є зовнішній сукупний борг, обсяг і структура якого заслуговують ретельного розгляду, з огляду на потенційно важливу роль іноземного позичкового капіталу як акселератора економічного зростання, з одного боку, та його мінливий характер, який неодноразово ставав причиною фінансових криз у багатьох країнах світу, з іншого боку.

## **V. ЗОВНІШНІЙ СУКУПНИЙ БОРГ УКРАЇНИ: ФАКТОРИ НАКОПИЧЕННЯ ТА МАКРОЕКОНОМІЧНІ ЕФЕКТИ**

Зовнішній борг України станом на 31.03.2018 р. становив 116,3 млрд дол. США, зменшившись на 0,3 млрд дол. відносно грудня 2017 року і збільшившись на 2,7 млрд дол. відносно грудня 2016 року. За останні 4 роки в номінальному вираженні зовнішній борг усіх секторів економіки скоротився на 21,1 млрд дол. або на 15,4% (див. табл. 4).

Аналіз динамічних змін складових зовнішнього сукупного боргу України дозволяє встановити основну причину зменшення загального обсягу боргу – втрата доступу до зовнішніх ринкових позик всіх суб'єктів економіки в 2014-2016 роках і перехід здебільшого до офіційного фінансування в державному секторі та до фінансової підтримки афілійованих (материнських) структур в корпоративному секторі економіки. З березня 2014 до квітня 2018 року зовнішні боргові зобов'язання сектору державного управління збільшилися на 10,3 млрд дол., зобов'язання центрального банку – на 6 млрд дол., в той час як зовнішні зобов'язання депозитних корпорацій скоротилися на 16 млрд дол.,

а зобов'язання нефінансових підприємств і домашніх господарств - на 19,4 млрд дол. США. Із загальної суми зовнішнього боргу – 116,3 млрд дол. США 21,4 млрд. припадає на прострочену заборгованість за негарантованими кредитами реального сектору. Сума такого простроченого боргу за останні 4 роки збільшилася на 14,9 млрд дол. США.

Таблиця 4

Зовнішній борг України, млн. дол. США

	2005	2010	2013	2014	2015	2016	2017	2018 І кв.
<b>Сектор загального держуправління</b>	<b>10 506</b>	<b>24 982</b>	<b>29 922</b>	<b>32 884</b>	<b>35 959</b>	<b>36 495</b>	<b>38 886</b>	<b>39 153</b>
<i>Довгострокові</i>	<i>10 506</i>	<i>22 929</i>	<i>29 922</i>	<i>32 878</i>	<i>35 959</i>	<i>36 495</i>	<i>38 886</i>	<i>38 918</i>
Розподіл СПЗ	5 496	9 148	19 386	19 334	1 702	1 651	1 749	1 785
Боргові цінні папери	5 010	11 890	8 639	11 765	18 838	19 479	20 859	20 994
Кредити	0	1 891	1 897	1 779	15 419	15 365	16 278	16 139
<b>Органи грошово-кредитного регулювання</b>	<b>1 254</b>	<b>7 509</b>	<b>1 775</b>	<b>2 176</b>	<b>6 708</b>	<b>6 242</b>	<b>7 438</b>	<b>7 403</b>
<i>Довгострокові</i>	<i>1 254</i>	<i>7 509</i>	<i>1 775</i>	<i>2 176</i>	<i>5 407</i>	<i>6 242</i>	<i>7 438</i>	<i>7 401</i>
Кредити	1 254	7 384	1 649	2 058	5 329	6 133	7 322	7 285
<b>Банки</b>	<b>6 112</b>	<b>28 119</b>	<b>22 555</b>	<b>18 752</b>	<b>12 823</b>	<b>8 966</b>	<b>6 236</b>	<b>6 286</b>
<i>Короткострокові</i>	<i>3 084</i>	<i>4 508</i>	<i>5 438</i>	<i>5 301</i>	<i>4 121</i>	<i>3 657</i>	<i>2 009</i>	<i>1 651</i>
Кредити	1 861	2 773	3 654	3 982	236	175	131	123
Валюта і депозити	1 199	1 662	1 778	1 254	3 885	3 477	1 878	1 528
<i>Довгострокові</i>	<i>3 028</i>	<i>23 611</i>	<i>17 117</i>	<i>13 451</i>	<i>8 702</i>	<i>5 309</i>	<i>4 227</i>	<i>4 635</i>
Валюта і депозити	1 232	4 672	5 082	4 365	3 752	1 673	462	751
Боргові цінні папери	1 230	16 586	9 629	7 971	3 490	2 854	2 761	2 896
Кредити	566	2 353	2 406	1 115	1 460	782	1 004	988
<b>Нефінансові підприємства і домогосподарства</b>	<b>20 913</b>	<b>50 843</b>	<b>76 642</b>	<b>63 252</b>	<b>54 677</b>	<b>53 322</b>	<b>54 466</b>	<b>53 861</b>
<i>Короткострокові</i>	<i>7 860</i>	<i>19 033</i>	<i>29 337</i>	<i>22 673</i>	<i>11 571</i>	<i>12 362</i>	<i>15 124</i>	<i>15 395</i>
Торгові кредити	5 976	13 595	22 526	13 099	10 837	11 451	13 839	14 057
<i>Довгострокові</i>	<i>13 053</i>	<i>31 810</i>	<i>47 305</i>	<i>40 579</i>	<i>43 106</i>	<i>40 960</i>	<i>39 342</i>	<i>38 466</i>
Боргові цінні папери	1 383	3 380	6 221	4 594	2 655	2 627	2 932	2 977
Кредити	9 384	28 197	39 872	34 171	38 452	36 520	35 235	35 390
<b>Прямі інвестиції: міжфірмовий борг</b>	<b>834</b>	<b>5 893</b>	<b>11 185</b>	<b>9 243</b>	<b>8 562</b>	<b>8 614</b>	<b>9 552</b>	<b>9 587</b>
<b>Валовий зовнішній борг</b>	<b>39 619</b>	<b>117 346</b>	<b>142 079</b>	<b>126 307</b>	<b>118 729</b>	<b>113 639</b>	<b>116 578</b>	<b>116 290</b>

Джерело: дані НБУ.

За I квартал 2018 року найбільш помітно скоротилася сума зовнішніх зобов'язань нефінансових підприємств і домогосподарств – на 0,6 млрд дол. США, а збільшилася сума зобов'язань сектору державного управління – на 0,3 млрд дол. США (див. рис. 9). Основною складовою приросту заборгованості у

даному секторі стало розміщення облігацій внутрішньої позики серед нерезидентів. А в секторі депозитних корпорацій було відзначено збільшення заборгованості за борговими цінними паперами.

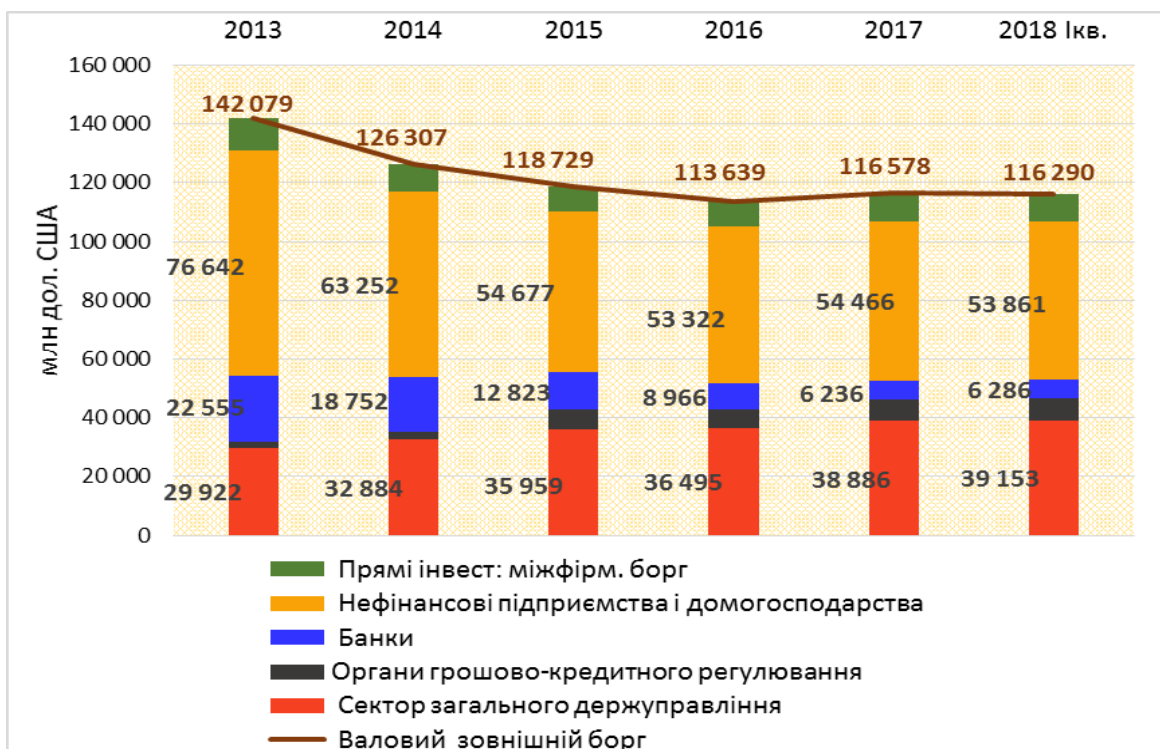


Рис. 9. Зовнішній борг України в розрізі секторів економіки.

Джерело: дані НБУ.

Зовнішній борг України на рівні 216,8% експорту та 103,9% ВВП (станом на 31.03.2018 р.) суттєво перевищує прийняті у світі граничні значення та середні показники країн із низькими і середніми доходами. На рис. 10 наведено основні зовнішньо-боргові показники України у динаміці з 2013 по I квартал 2018 року. Представлені дані вказують на те, що **всі із наведених індикаторів зовнішньо-боргового навантаження України** (див. додатково табл. 2) **суттєво перевищують граничні значення:**

- зовнішній борг України станом на 31 березня 2018 р. складав **210,2% експорту** при гранично допустимому рівні **200%**;
- зовнішній борг всіх секторів економіки складав **100,3% ВВП** при гранично допустимому рівні **60%**;
- короткостроковий зовнішній борг України складав **88% експорту** при гранично допустимому рівні **40%**;
- короткостроковий зовнішній борг України досяг рівня **259,7% міжнародних резервів** при гранично допустимому рівні **100%**.



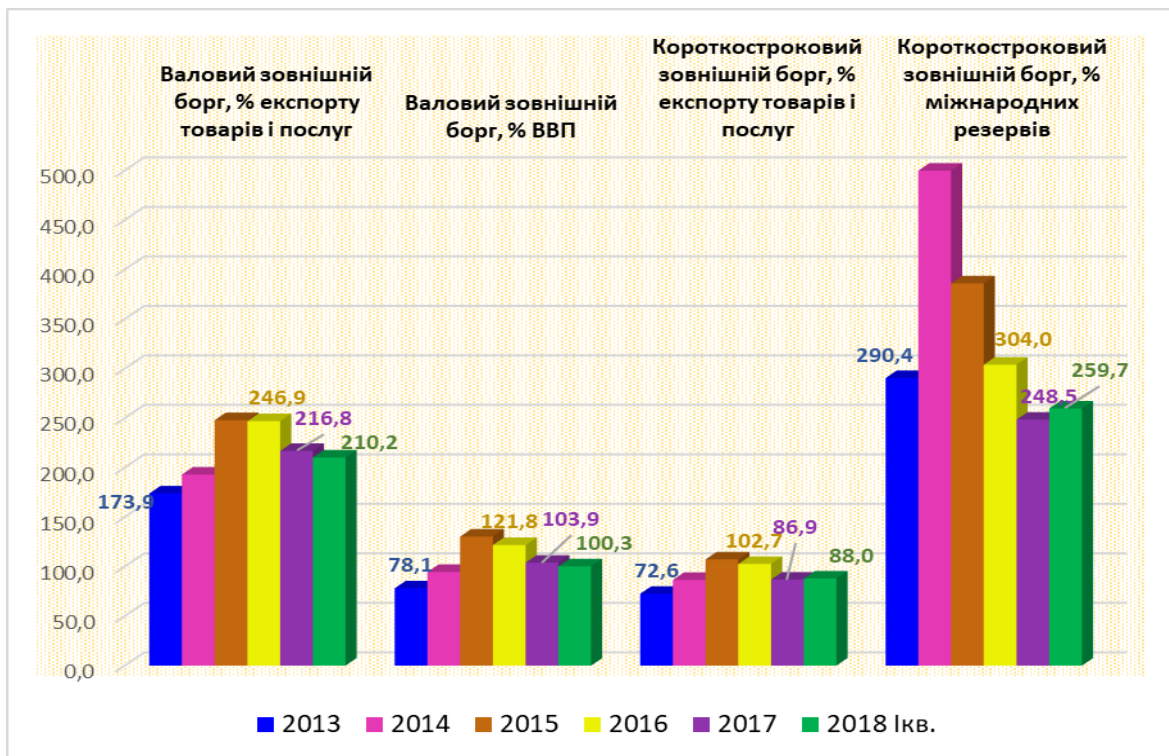


Рис. 10. Відносні зовнішньо-боргові показники України в 2013-І кварталі 2018 років у %.

*Джерело:* власні розрахунки за даними НБУ і Державної служби статистики України.

За високого рівня зовнішньо-боргового навантаження національна економіка характеризується низькими і нестабільними темпами економічного зростання, а також значною вразливістю до впливу зовнішніх шоків – коливань відсоткових ставок, обмінних курсів, цін на експортовані товари, рівня попиту в країнах-партнерах. Особливо небезпечними є ризики рефінансування боргу: уряд чи корпорації раптово можуть втратити доступ до ринку капіталів, що породжуватиме кризу ліквідності і генеруватиме кризові імпульси.

У багатьох країнах світу наявність значної зовнішньої заборгованості здійснює понижуючий вплив на курс національної валюти, адже необхідність виконання зовнішніх зобов'язань резидентами підвищує попит на іноземну валюту. Крім того, для фінансування імпорتنих операцій та обслуговування зовнішнього боргу уряд вимушений вдаватися до девальвації національної валюти з метою стимулювання експорту та обмеження імпорту. Таким чином, зовнішньоборгове навантаження є одним із факторів формування заниженого обмінного курсу в країнах з ринками, що формуються.

Ф. Лан і Г. Мілесі-Ферретті запропонували економіко-математичну модель, яка засвідчує збіг довгострокових тенденцій реального обмінного курсу,

зовнішньої боргової позиції, ВВП і умов торгівлі. На основі даних для 64 країн із високим і середнім рівнем доходів вони довели, що країни з чистими зовнішніми зобов'язаннями мають занижений реальний обмінний курс.<sup>8</sup>

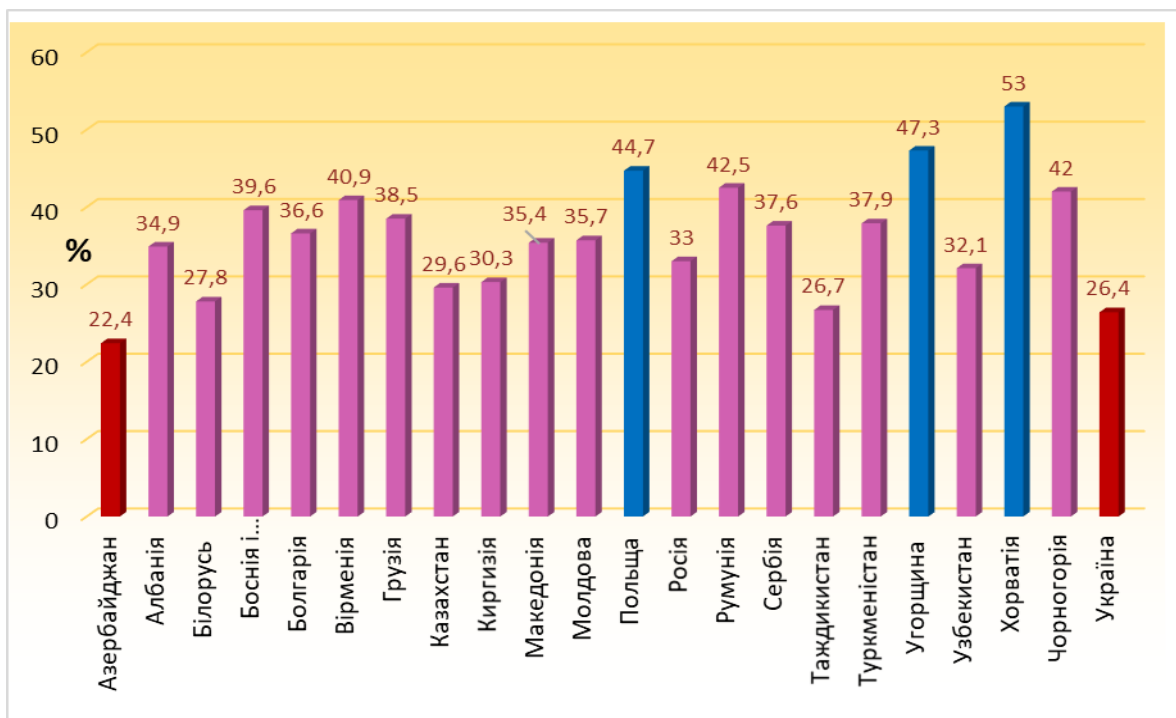


Рис.11. Відношення паритетного обмінного курсу до ринкового в постсоціалістичних країнах.

Джерело: власні розрахунки за даними МВФ "World Economic Outlook Database".

В Україні станом та кінець 2016 року відношення паритетного обмінного курсу грн. / дол. США до ринкового становило тільки 26,4%, тобто **купівельна спроможність гривні за ринковим обмінним курсом відносно долара США була занижена в 3,8 рази** ( $1/0,264$ ). Дані рис. 11 вказують на те, що **серед постсоціалістичних країн Європи і СНД, найбільш недооцінені національні валюти відносно долара мали Україна і Азербайджан**. На рисунку зображено відношення паритетного обмінного курсу до ринкового (яке ще називають рівнем відносних цін) станом на кінець 2016 року, яке було обчислено автором за даними МВФ "World Economic Outlook Database". Найвищим показником рівня відносних цін у вказаній вибірці країн відзначалися Хорватія (53%), Угорщина (47,3%) та Польща (44,7%). Україна серед країн вибірки мала другий за величиною розмір накопиченого зовнішнього боргу (127,8% ВНД за даними

<sup>8</sup> Lane P., Milesi-Ferretti G.. The External Wealth of Nations: Measures of Foreign Assets and Liabilities for Industrial and Developing Countries // Journal of International Economics. – 2001. – Vol. 55 (December). – P. 263-294.

Світового банку) після Казахстану (135,1% ВНД), що, вірогідно, виступало одним і факторів формування заниженого курсу національної валюти.

За висновком багатьох вчених **високий рівень зовнішнього боргу пов'язаний з нижчими темпами економічного зростання**. Основною причиною вказаної залежності є те, що переобтяжені боргами позичальники змушені значну частку власних доходів спрямовувати на обслуговування боргів, а також рано чи пізно скорочувати свої інвестиційні та споживчі витрати з метою погашення накопичених боргів. За оцінками МВФ кожний процентний пункт підвищення рівня приватного боргу відносно ВВП понад середній рівень збільшує ймовірність фінансової кризи на 0,4%, що негативно впливає на темпи економічного зростання в довгостроковому періоді.<sup>9</sup>

Для оцінки кількісних взаємозв'язків між зростанням реального ВВП і розміром зовнішньоборгового навантаження в Україні автором цього дослідження було специфіковано таку регресійну модель:

$$\begin{aligned} \text{GDP\_GR} = & \underset{(2,8)}{0,14} \times \text{OK\_RAT} (-1) - \underset{(-2,7)}{0,18} \times \text{GROSS\_ED} - \\ & + \underset{(2,1)}{15,4} + \underset{(7,1)}{0,78} \times \text{AR} (1) + \underset{(5,3)}{13,1} \times \text{SIGMASQ} \end{aligned}$$

де: GDP\_GR – темп зростання реального ВВП, % до відповідного кварталу попереднього року;

OK\_RAT – темп зростання капітальних інвестицій з лагом в один квартал, % до відповідного кварталу попереднього року;

GROSS\_ED - валовий зовнішній борг України станом на кінець кварталу, % до річного ВВП;

AR (1) – компонент авторегресії 1-го порядку.

Регресійна модель будувалася на основі квартальних даних за період з I кварталу 2007 по I квартал 2018 року. Коефіцієнт множинної детермінації вказаної моделі становив 0,76, F-статистика – 32,4, а критерій Дарбіна-Уотсона дорівнював 1,47. T-статистики відповідних коефіцієнтів зазначені у дужках.

Коефіцієнт II незалежної змінної розробленої моделі вказує на те, що **підвищення розміру валового зовнішнього боргу України на величину, еквівалентну 1% ВВП, у середньостроковому періоді має своїм наслідком зниження темпів зростання реального ВВП на 0,18%.**

---

<sup>9</sup> International Monetary Fund. Fiscal Monitor, October 2016. Debt: Use It Wisely.

Таким чином, дане дослідження підтвердило пригнічувальний вплив надмірного обсягу зовнішнього боргу на темпи економічного зростання країни. Однак, у короткостроковому періоді наслідки залучення зовнішніх позичкових ресурсів зазвичай є протилежними. В багатьох випадках нетто-приплив іноземного позичкового капіталу викликає зростання реального ВВП, а нетто-вилучення капіталу справляє негативний вплив на динаміку ВВП, тобто нетто-погашення зовнішнього боргу здійснює рестриктивний вплив на економічну діяльність.

Для виявлення взаємозв'язків між зростанням ВВП і залученням іноземного позичкового капіталу в Україні автором було проведено тест на причинно-наслідкові зв'язки - тест Грейнджера (за кварталними даними у період 2004-2014 років). Значення р-статистик даного тесту (0,023 і 0,022) засвідчили, що між нетто-запозиченнями корпоративного сектору і зростанням реального ВВП в Україні існує двосторонній причинно-наслідковий зв'язок. Так, **в короткостроковому періоді приплив іноземного позичкового капіталу стає чинником зростання реального ВВП, а його вилучення має своїм наслідком стиснення реального ВВП.** Крім того, зростання ВВП в Україні стимулює приплив капіталу, а економічна депресія є фактором виштовхування іноземного позичкового капіталу з України.<sup>10</sup>

**Високий рівень зовнішнього сукупного боргу України відображає структурну слабкість і низьку конкурентоспроможність національної економіки. В 2017 році частка переробної промисловості у ВВП становила 12,4%, а в структурі експорту товарів частка трьох груп сировинних товарів – продовольства і сировини для його виробництва, мінеральних продуктів, чорних і кольорових металів і виробів з них – досягла 78,5%. Причому за 2005-2017 роки частка вказаних товарних груп у структурі експорту збільшилася майже на 10 п.п.**

Відомо, що консервація сировинної спрямованості експорту, веде до наростання дефіциту фінансових ресурсів і посилення кредитної залежності країни-експортера сировини від розвинутих країн. При цьому зазвичай спрацьовує така закономірність: недостатність внутрішніх ресурсів та доходів від експорту змушує країни з невисоким рівнем доходів залучати зовнішні позики для задоволення базових споживчих та інвестиційних потреб; а інтенсивні запозичення з часом заганяють ці країни у пастку боргових

---

<sup>10</sup> Див.: Богдан Т. П. Глобальні і внутрішньо-економічні фактори переливів іноземного позичкового капіталу та їх наслідки для економіки України // Фінанси України. – 2015. - №7. – С. 39-56.

зобов'язань, яка перешкоджає збільшенню внутрішніх доходів і заганяє їх у замкнене коло бідності.

Австрійські вчені М. Ландесманн і Р. Штьоллінгер показали, що **значні дефіцити поточних рахунків (а відповідно, і значні зовнішні борги) спостерігаються в тих європейських країнах, яким властиві слабкий експортний сектор і переважання низько-технологічних виробництв у структурі промислового виробництва.** Вчені порахували різницю частки кожної країни в доданій вартості європейського експорту та в європейському ВВП. Вказана різниця виявилася від'ємною для України, Західних Балкан, Південно-Європейських країн – членів ЄС, а також для Франції та Великобританії.<sup>11</sup> Вчені пояснюють таку ситуацію тим, що країни Західних Балкан, Південної Європи та Україна – слабо включені до європейської виробничої мережі або ж спеціалізуються на стадіях добування та первинної обробки сировини, а тому їх внесок у додану вартість європейського експорту є мізерним, а їх поточні рахунки знаходяться у стані хронічної дефіцитності. М. Ландесманн і Р. Штьоллінгер назвали заначений феномен **«структурними зовнішніми дисбалансами».**

Страждаючи від структурних дисбалансів, Україна, поряд з цим, була позбавлена вагової інституційної та фінансової підтримки ЄС, яку тривалий час отримують країни Східної та Південної Європи (які вже стали чи планують стати членами ЄС). Тому не дивно, що під впливом глобальних шоків 2008-2009 років, а згодом економічних і військово-політичних потрясінь 2014-2015 років, Україна скотилася в «кювет» економічної депресії та фінансової дестабілізації.

---

<sup>11</sup> Structural Change, Trade and Global Production Networks: An 'Appropriate Industrial Policy' for Peripheral and Catching-up Economies / M. Landesmann and R. Stöllinger, 2018. – Retrieved from: <https://wiiw.ac.at/structural-change-trade-and-global-production-networks-p-4525.html>

Отже, ключові показники зовнішньої стійкості України вказують на те, що процес макрофінансової стабілізації в Україні є доволі хитким і може бути зруйнованим у будь-який момент під впливом масштабних зовнішніх шоків чи внутрішніх потрясінь. В таких умовах досить тривожним сигналом є скорочення абсолютної суми міжнародних резервів у I кварталі 2018 року (з 18,8 до 18,2 млрд дол. США) та їх відносного показника до імпорту товарів і послуг. На критично високому рівні утримується розмір зовнішньо-боргового навантаження (210,2% експорту), а обсяги короткострокового зовнішнього боргу продовжують зростати. Допущення номінальної ревальвації гривні в умовах скорочення рівня міжнародних резервів України при тому, що базові критерії адекватності резервів залишаються не виконаними, а на 2018-2020 роки припадає пік виплат за зовнішнім державним боргом, свідчить про вкрай некваліфіковане управління валютно-курсовими процесами та державним боргом в Україні, а також демонструє неспроможність органів макроекономічного регулювання забезпечити тривалу макрофінансову стабільність у країні.

*Матеріал підготовлено*

*д-ром екон. наук Тетяною Богдан,*

*завідувачем відділу державних фінансів*

*Експертно-аналітичного Центру «Оптіма»*