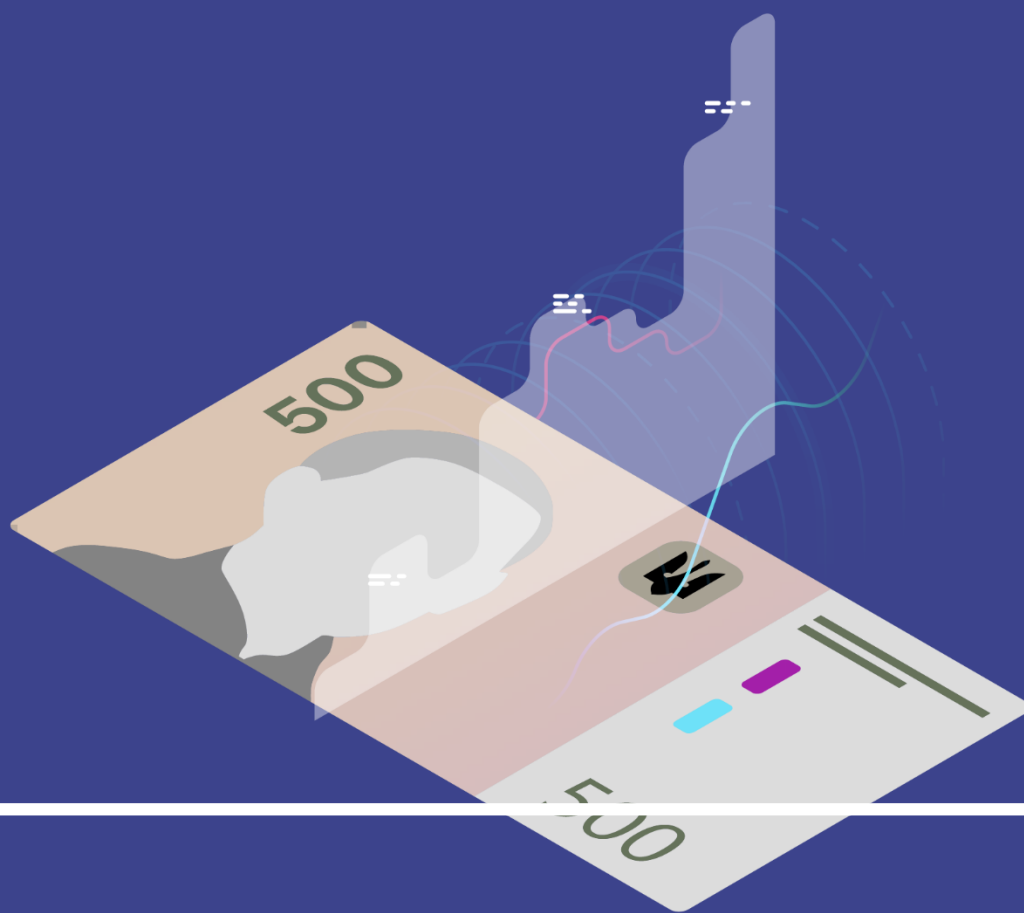


# ОЦІНКА ЗОВНІШНЬОЇ ФІНАНСОВОЇ ВРАЗЛИВОСТІ УКРАЇНИ

станом на 01.01.2021 р.



Київ 2021

# ЗМІСТ

I. Вступ .....	3
II. Стан платіжного балансу України та основні складові його динамічних змін у 2020 році та січні-лютому 2021 року.....	4
III. Сфери зовнішньої вразливості та індикатори зовнішньої стійкості України станом на 01.01.2021 р.....	13
IV. Поточний стан і ризики зовнішнього сукупного боргу України .....	20
V. Висновки та пропозиції.....	30

# I. ВСТУП

Тісна інтеграція країн з ринками, що формуються у світовий фінансовий простір упродовж останніх десятиріч генерувала для них певні переваги (покращення розподілу ризиків і розширення доступу до продуктивного капіталу), що підживлювали зростання їх економік. Але фінансова інтеграція зробила такі економіки й більш вразливими до впливу зовнішніх стресових факторів.

Економіка України традиційно демонструє високий ступінь вразливості до впливу зовнішніх чинників, адже їй властиві значна зовнішньоторговельна і фінансова відкритість, високі обсяги зовнішньо-боргових зобов'язань, дефіцит внутрішніх ресурсів для нормального інвестиційно-кредитного процесу.

З поширенням пандемії COVID-19 у світі відбулося поглиблення фінансиалізації світової економіки та загострення фінансово-економічних ризиків. Факторами таких змін стали пандемія, економічний спад і масштабне застосування фіскальних і монетарних стимулів розвинутими країнами. Обсяги глобального боргу на кінець 2020 р. сягнули 355% світового ВВП, а активи провідних центробанків світу за рік зросли на 40-50%. За прогнозами авторитетних фахівців у реаліях пост-ковідного світу комбінації високих боргів і монетарних експансій сприятимуть швидшому поширенню шоків і частішому виникненню фінансових криз.

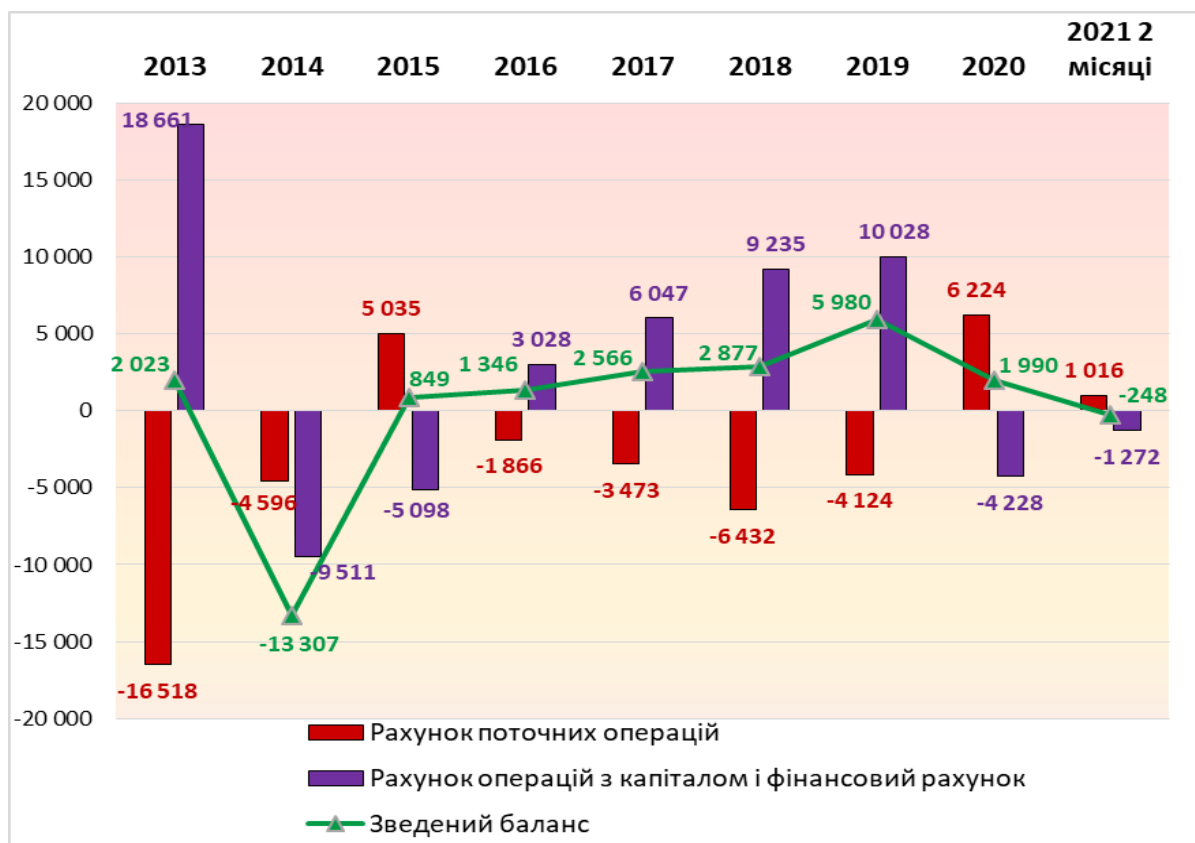
В таких умовах підвищуватимуться ризики проникнення зовнішніх шоків і порушення зовнішньо-економічної стійкості для країн з ринками, що формуються. Особливо це стосується країн з високим ступенем зовнішньої відкритості економіки, несприятливим інвестиційним кліматом і низькими кредитними рейтингами, до групи яких належить і Україна. З огляду на це система моніторингу зовнішньої вразливості економіки має передбачати аналіз та оцінку наявних дисбалансів у зовнішньо-економічних потоках і запасах, включаючи зовнішні борги суб'єктів економіки та їх зовнішні активи як буфери поглинання шоків.

## II. СТАН ПЛАТІЖНОГО БАЛАНСУ УКРАЇНИ ТА ОСНОВНІ СКЛАДОВІ ЙОГО ДИНАМІЧНИХ ЗМІН у 2020 р. та січні-лютому 2021 р.

Починаючи з 2016 року, Україна мала хронічно дефіцитний поточний рахунок і профіцитний фінансовий рахунок платіжного балансу. Але в 2020-му ситуація стала діаметрально протилежною: за підсумками року було зафіксовано позитивний баланс поточного рахунку (6,2 млрд дол.) і негативний баланс фінансового рахунку і рахунку операцій з капіталом (-4,2 млрд дол.США). Загальне сальдо платіжного балансу при цьому залишалось позитивним (2 млрд дол.). Перші місяці 2021 р. відтворювали загальні тенденції попереднього року: поточний рахунок залишався позитивним, а фінансовий рахунок – негативним. Однак, загальне сальдо платіжного балансу в січні-лютому 2021 р. погіршилося і стало негативним (-0,2 млрд. дол. США) (див. рис.1).

Позитивне сальдо **поточного рахунку** в 2020 році (6,2 млрд дол.) та в січні-лютому 2021 (1 млрд дол.) різко контрастує з минулими дефіцитами. Відносно ВВП позитивне сальдо 2020 р. сягнуло незвично високого рівня в 4%, що стало абсолютним рекордом після 2004 року. Профіцитний рахунок поточних операцій означає зменшення обсягів внутрішньої абсорбції в економіці (суми споживчих та інвестиційних витрат) відносно обсягів внутрішнього виробництва. Вагомими причинами такого стану стали штучне обмеження споживчого попиту в період карантинних обмежень, а також суттєве уповільнення інвестиційного процесу в умовах кризи та економічної невизначеності.

Трансформація хронічно дефіцитного поточного рахунку в профіцитний була спричинена і падінням імпорتنих закупівель, чинниками якого стали кризове скорочення споживчого попиту, зниження світових цін на енергоносії, порушення міжнародних ланцюгів виробництва і постачання, зменшення можливостей для реалізації ввезеної продукції при посиленні регламентації роздрібно-торгівельної діяльності.



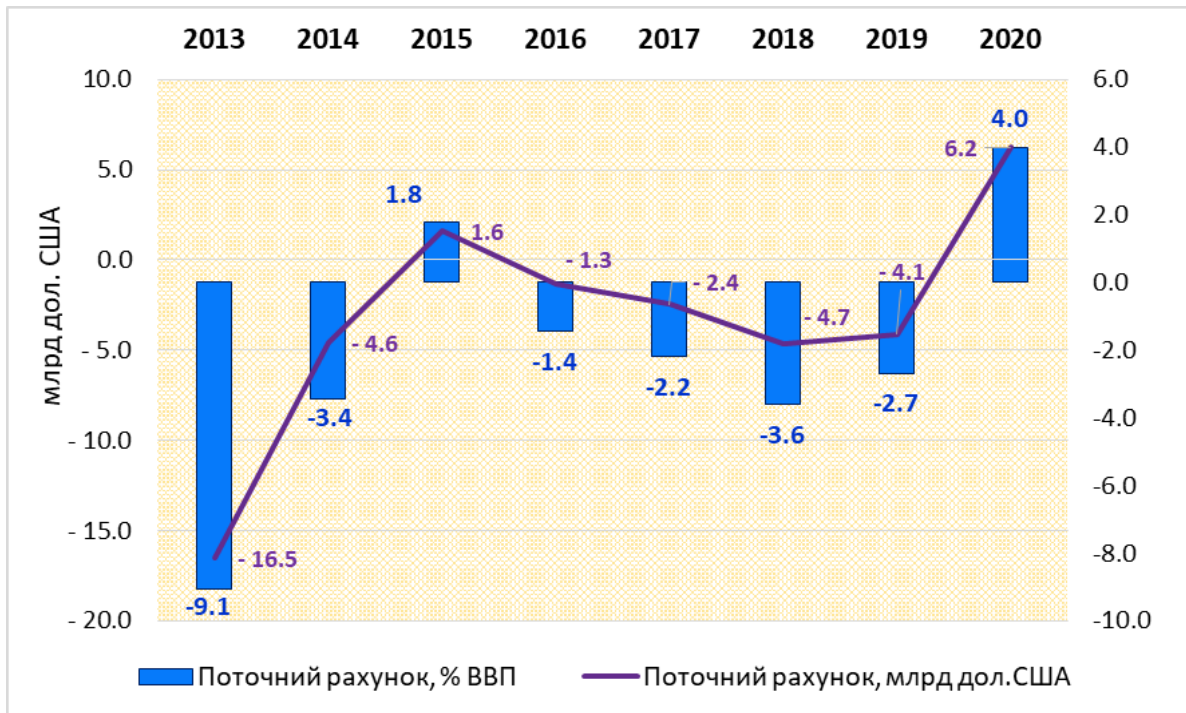
**Рис. 1. Агрегати платіжного балансу України 2013-2021 рр., млн дол. США**

*Джерело: складено автором за даними НБУ.*

Основними компонентами формування позитивного сальдо за поточними операціями у 2020 році стали:

- додатне сальдо балансу оплати праці, що становило 11,6 млрд дол. США і зменшилося на 9,2% відносно попереднього року;
- додатне сальдо балансу послуг, що становило 4,8 млрд дол. і збільшилося майже втричі відносно 2019 року;
- утримання позитивного балансу поточних трансфертів, який хоча й скоротився в 1,7 рази відносно 2019 року, досяг солідного показника в 3,8 млрд дол. США.

Темпи падіння експорту товарів і послуг у 2020 р. (4,5% відносно попереднього року) суттєво відставали від темпів падіння імпорту (17,9%), що стало чинником семикратного зниження дефіциту **торгівельного балансу**: з 12,5 до 1,8 млрд дол. США. Але навіть при радикальному покращенні балансу товарів і послуг, дефіцит балансу товарів залишався доволі суттєвим – 6,6 млрд дол. Хоча такий дефіцит і зменшився в 2,2 рази відносно 2019 р.



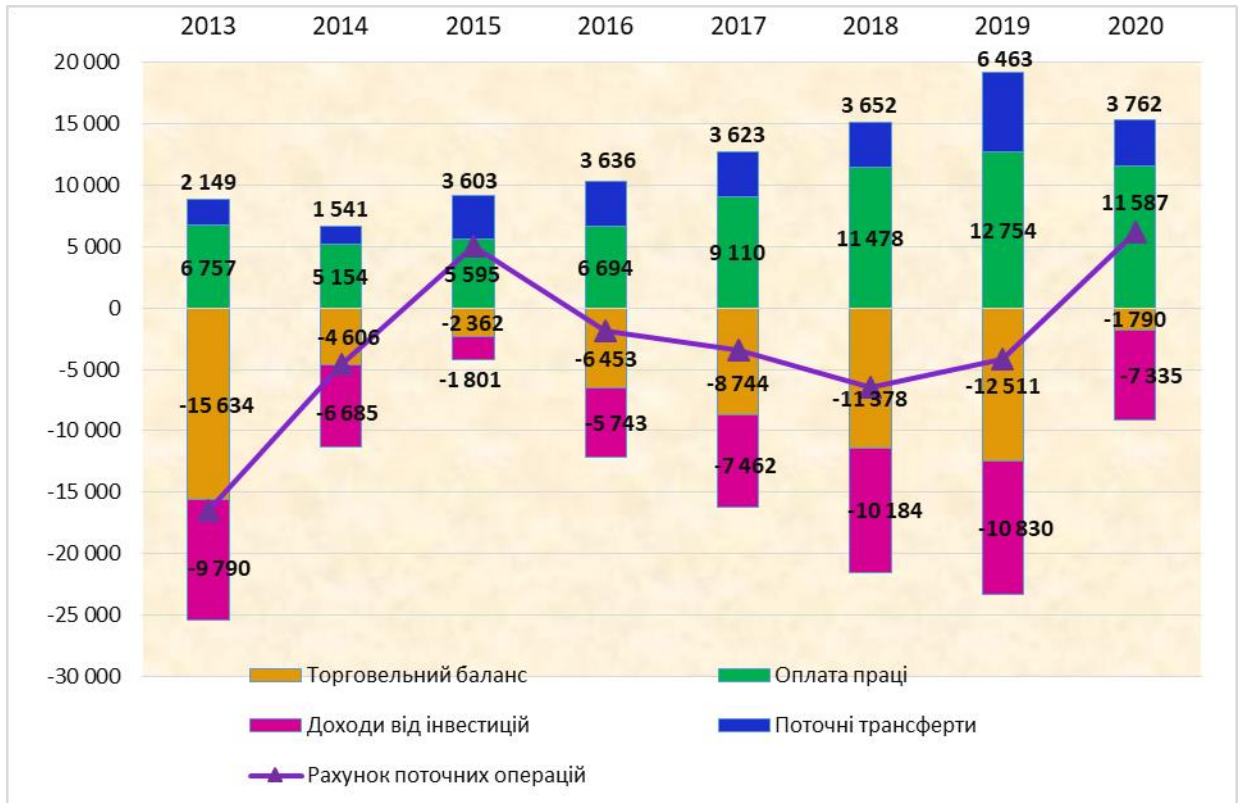
**Рис. 2. Сальдо поточного рахунку в абсолютному і відносному вимірах в 2013-2020 роках**

*Джерело: власні розрахунки за даними НБУ і Держстату України.*

Незначне скорочення українського експорту частково пов'язувалося із **сприятливою ціновою кон'юнктурою** світового ринку. За даними НБУ, індекс зміни цін на товари українського експорту (ЕСPI) за 2020 рік підвищився приблизно на 17%. Формування сприятливих цінових умов для національного експорту, а також деяке зниження агрегованого індексу цін на імпортовані товари стали чинниками покращення умов торгівлі для України. За даними Держстату індекс умов торгівлі за рік зріс на 5%.

У структурі товарного експорту України **частка сировинних товарів** залишалася високою: питома вага продовольчих товарів і сировини для їх виробництва, мінеральних продуктів, чорних і кольорових металів становила 79,5%. Тобто Україна вже міцно закріпилася в ролі постачальника сировинної продукції на міжнародні ринки, що генерує ряд проблем фундаментального характеру. Оскільки ціни на товари з низьким ступенем обробки є високоволатильними, то значним коливанням підлягають і обсяги експортної виручки України та динаміка українського ВВП. Такий стан справ впливає на загальну нестабільність платіжного балансу та є одним із чинників періодичного повторення валютних криз.

За підсумками 2020 р. частка продовольчих товарів і сировини для їх виробництва в структурі товарного експорту України наблизилася до 50% (49,1%), а ще в 2018 році дана частка становила 43%. Стійкий характер зовнішнього попиту на продовольчі товари під час нинішньої кризи підтримував фізичні та вартісні обсяги експорту продовольства з України.



**Рис. 3. Компоненти поточного рахунку платіжного балансу в 2013-2020 рр., млн дол. США**

*Джерело: складено автором за даними НБУ.*

В 2020 році динамічно зростали такі компоненти **товарного експорту**:

- мінеральні продукти, включаючи руди – на 12,7% відносно попереднього року;
- продукція хімічної промисловості – на 6,3%;
- промислові вироби – на 3,4%;
- продовольчі товари і сировина для їх виробництва – на 0,3%.

В той же час на 12,1% скоротився експорт чорних і кольорових металів та виробів з них, що пояснювалося несприятливою ціновою динамікою в І півріччі 2020 р., падінням світового попиту та недостатньою конкурентоспроможністю українських виробників.

В аналізованому періоді відбулися суттєві зміни в **географічній структурі експорту**. Експорт товарів і послуг до ЄС у 2020 р. скоротився на 10,6% відносно попереднього року; водночас на 15,7% збільшився експорт до країн Азії. В результаті - частка ЄС в експорті товарів і послуг з України зменшилася на 2,2 в.п. (до 35,1%), а частка Азії – зросла на 5,9% (до 33,4%). Зменшення частки українського експорту до ЄС викликане, перш за все, жорсткістю карантинних обмежень у ЄС та стримуючим характером деяких статей Угоди про асоціацію (у частині квот на сільськогосподарську продукцію, технічного регулювання промислової продукції та обмежень на надання послуг).

Аналізуючи окремі **компоненти поточного рахунку**, слід зазначити: в 2020 році порівняно з 2019, суттєво покращився торговельний баланс (на 10,7 млрд дол.) і сальдо доходів від інвестицій (на 3,5 млрд дол.) У той же час зменшилися поточні трансферти (на 2,7 млрд дол.) і доходи від оплати праці (на 1,1 млрд дол. США) (див. рис. 3).

Позитивне **сальдо торгівлі послугами** в 2020 р. збільшилося в 2,75 рази і досягло 4,8 млрд дол. США. При загальному скороченні експорту послуг з України на 11,2%, експорт комп'ютерних послуг збільшився на 22%. Радикальному покращенню балансу торгівлі послугами сприяло й майже двократне скорочення імпорту туристичних послуг: з 8,5 до 4,6 млрд дол.

Доходи від **оплати праці** українських громадян за кордоном у 2020 році становили майже 11,6 млрд дол. США і зменшилися на 9,2% відносно 2019. Зазначені доходи стали другою найбільшою статтею надходжень за поточними операціями. Але поширення пандемії корона-вірусу і закриття кордонів змусили частину українських мігрантів повернутися на батьківщину, що негативно вплинуло на їх доходи від оплати праці за кордоном. У січні-лютому 2021 такі доходи продовжували зменшуватися: темп їх падіння досяг 14% відносно січня-лютого 2020 року.

Грошові перекази трудових мігрантів з України позитивно впливали на економіку України за каналами споживчих та інвестиційних витрат і негативно - за каналом зменшення пропозиції робочої сили. Причому, позитивний вплив грошових переказів реалізувався переважно у коротко- і середньостроковому періодах, а негативний – у довгостроковому періоді.

**Чистий відплив коштів за фінансовим рахунком** і рахунком капіталу платіжного балансу за 2020 р. становив 4,2 млрд дол. США, що помітно контрастує з чистим припливом коштів у попередні роки. В січні-лютому 2021 р. відплив коштів за фінансовим рахунком продовжувався,

досягнувши величини 1,3 млрд дол. США (при майже нульовому сальдо у січні-лютому 2020 року).

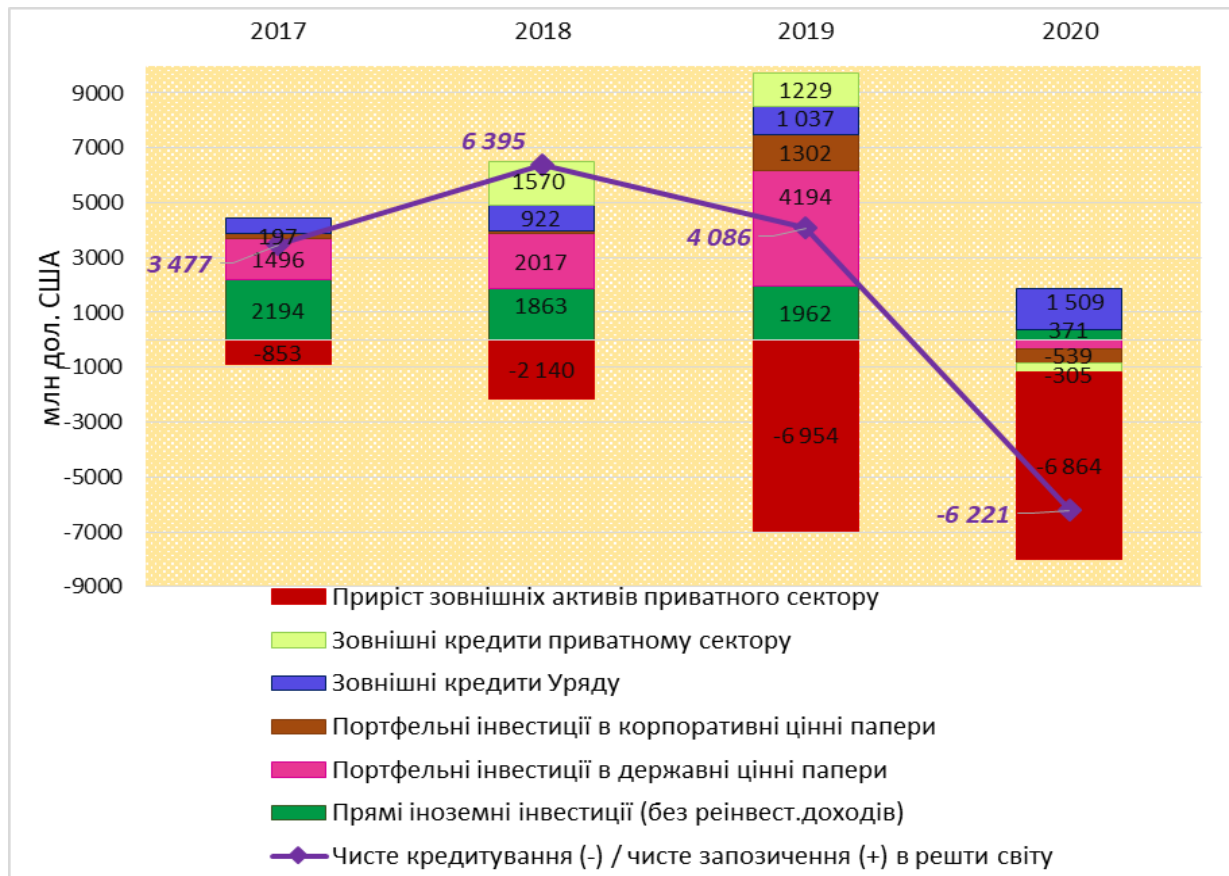


Рис. 4. Основні складові фінансового рахунку в 2017-2020 рр.

Джерело: складено автором за даними НБУ.

В 2020 році суттєвий приріст зовнішніх активів поєднувався із незначним приростом зовнішніх зобов'язань, у результаті чого **резиденти України виступали нетто-кредиторами решти світу**. За даними платіжного балансу в 2020 р. чисте кредитування Україною решти світу досягло величини 6,2 млрд дол., в той час як у 2019 р. спостерігалось чисте запозичення в сумі 4,1 млрд дол. США (див. рис. 4). У січні-лютому 2021 року резиденти України залишалися нетто-кредиторами решти світу, а сума чистого кредитування нерезидентів перевищила 1 млрд дол. США.

Основними складовими **нетто-відпливу капіталу** з України упродовж 2020 р. були такі:

- а) приріст зовнішніх активів приватного сектору на 6,9 млрд дол. США, в тому числі накопичення готівкової валюти поза банками на 5,1 млрд дол.;
- б) нетто-погашення боргових цінних паперів державним і приватним сектором України на 0,9 млрд дол.;

в) нетто-вилучення нерезидентами прямих іноземних інвестицій в Україну на суму майже 1 млрд дол. США.

Найбільш вагомими статтями **припливу коштів** за фінансовим рахунком у 2020 році стало кредитування нерезидентами Уряду і центрального банку України на суму 2,5 млрд дол. США, а також надання торговельних кредитів нефінансовим підприємствам на 2,2 млрд дол.

**Сектор державного управління і центральний банк** виступали нетто-реципієнтами іноземного капіталу. Зовнішні активи центрального банку за рік дещо зменшилися. А сектор державного управління при нульовому прирості зовнішніх активів збільшив власні зобов'язання на 869 млн дол. При цьому за статтями «портфельні інвестиції» та «похідні фінансові інструменти» сформувалося негативне сальдо, а за статтею зовнішніх кредитів – позитивне на рівні 2,5 млрд дол. У січні-лютому 2021 р. ситуація була аналогічною: державний сектор продовжував залишатися нетто-реципієнтом іноземного капіталу, а приватний сектор накопичував зовнішні активи при зменшенні зовнішніх зобов'язань.

Сальдо припливу коштів до **сектору нефінансових корпорацій і домогосподарств** у 2020 р. було негативним і становило -4,3 млрд дол. США (-1,4 млрд дол. за 2 місяці 2021 р.). Така ситуація відображала інтенсивне накопичення зовнішніх активів суб'єктами цього сектору – майже на 6 млрд дол. США (0,9 млрд дол. за 2 місяці 2021 року). Основною складовою приросту зовнішніх активів стало накопичення готівкової валюти поза банками. Порівняно з минулим роком сума таких накопичень збільшилася на 5,1 млрд дол. у 2020 р. і на 0,8 млрд дол. США у січні-лютому 2021 р.

Зовнішні зобов'язання цього сектору за 2020 р. збільшилися на 1,6 млрд дол., а за 2 місяці 2021 р. – зменшилися на 0,4 млрд дол. США. Найбільш вагомими статтями залучення іноземного капіталу українськими корпораціями стали торговельні кредити (2,2 млрд дол. у 2020 р.) та розміщення боргових цінних паперів (0,4 млрд дол.).

Нетто-кредитором решти світу виступав і **банківський сектор** України, чистий відплив коштів для якого досяг 1,7 млрд дол. у 2020 р. і 0,4 млрд дол. у січні-лютому 2021 р. Скорочення зовнішніх зобов'язань банків поєднувалося із приростом зовнішніх активів – 0,9 і 0,1 млрд дол. США, відповідно. Серед зовнішніх активів найбільш помітною статтею відпливу коштів у банківському секторі стали валюта і депозити, вкладення в які досягли 0,8 млрд дол. США у 2020 р. і 0,2 млрд дол. за 2 місяці 2021 року.

Приріст зовнішніх активів всіх секторів у 2020 р. становив 6,85 млрд дол. США, що майже відповідало показнику 2019 року (6,95 млрд дол.). Але якщо порівнювати структуру приросту зовнішніх активів відносно попереднього року, то в 2020 р. в рази зменшилися вкладення в прямі і портфельні інвестиції з боку резидентів України, в той час як накопичення готівкової валюти в позабанківському обігу збільшилося вдвічі. Особливістю 2020 року стало і суттєве зменшення вкладень на депозити в закордонні банки: з 4 млрд дол. у 2019 р. до 1,2 млрд дол. у 2020 р.

Найбільш вагомими компонентами **приросту зовнішніх активів** у 2020 році стали:

- а) вкладення банків-резидентів України в іноземну валюту та депозити в установах-нерезидентах – 0,8 млрд дол. США;
- б) прямі інвестиції підприємств-резидентів України – 0,4 млрд дол.;
- в) вкладення в іноземну валюту поза банками з боку домогосподарств і нефінансових корпорацій – 5,1 млрд дол. США.

Обсяги **готівкової валюти в позабанківському обігу** помітно збільшилися у зв'язку з посиленням економічної невизначеності під час кризи, сплеском девальваційних процесів у березні-квітні і жовтні-листопаді 2020 року, а також зменшенням масштабів фінансування тіньових операцій в умовах перманентних карантинних обмежень.

В січні-лютому 2021 р. інтенсивність придбання зовнішніх активів резидентами України уповільнилася: вона становила 1,1 млрд дол. США, в той час як у січні-лютому 2020 р. – 1,8 млрд дол. Це означає, що **в умовах економічної та епідеміологічної кризи зменшувалися обсяги вільних коштів і заощаджень у розпорядженні економічних суб'єктів, відповідно, звужувалися їх можливості для інвестицій в закордонні активи**. Така ситуація покращувала стан платіжного балансу України.

Але аналіз фінансового рахунку за 2018-2020 роки чітко вказує на те, що лібералізація руху капіталу після запровадження норм Закону «Про валюту і валютні операції» призвела до **колосального відпливу капіталу резидентів з національної економіки: приріст зовнішніх активів збільшився з 0,9 млрд дол. США у 2018 до 7 млрд дол. у 2019 і до 6,85 млрд дол. у 2020 році**. Така ситуація відображає, передусім, процеси декапіталізації та фінансового виснаження економіки України, що потерпає від масштабного відпливу національного капіталу.

Загалом **стан фінансового рахунку платіжного балансу в 2020 році та січні-лютому 2021 року відображав вплив коштів за статтями «прямі інвестиції», «портфельні інвестиції»** (крім 2021 року), **«іноземні кредити», а також нарощування зовнішніх активів суб'єктами приватного сектору економіки**. Сумарно ці процеси генерували від'ємне сальдо фінансового рахунку величиною 4,2 млрд дол. США за 2020 рік і 1,3 млрд дол. за січень-лютий 2021 року.

**Зведене сальдо платіжного балансу** було додатнім за підсумками 2020 року (+2 млрд дол.) і від'ємним у січні-лютому 2021 – 0,3 млрд дол. (див. рис. 3). Позитивний баланс 2020 р. було спрямовано на приріст міжнародних резервів України. А негативний баланс січня-лютого 2021 р., поряд з нетто-погашенням кредитів МВФ, став причиною зменшення міжнародних резервів на 0,4 млрд дол. США.

Отже, протягом 2020 р. і січня-лютого 2021 р. у сфері платіжного балансу України спостерігалися як **позитивні**, так і **негативні явища**:

- утворення безпрецедентного **надлишку поточного рахунку** (на рівні 4% ВВП) при 7-кратному скороченні **дефіциту торгівлі товарами і послугами**, що підвищувало ступінь зовнішньої стійкості економіки та дозволяло безболісно фінансувати вплив капіталів з України;
- початок **впливу прямих і портфельних інвестицій з економіки України** (внаслідок волатильності міжнародних фінансових ринків та погіршення внутрішньої економічної ситуації), що стало вагомим чинником падіння капітальних інвестицій та стагнації кредитного процесу в Україні;
- **перевищення сум погашення зовнішнього боргу над сумами залучення позик** за статтею «інші інвестиції», що актуалізувало ризики ліквідності та платоспроможності в секторі нефінансових підприємств;
- відновлення надходження іноземних портфельних інвестицій на ринок **внутрішніх державних облігацій**, що стало індикатором задовільного рівня платоспроможності української держави та надавало певну підтримку державному бюджету;
- мінімальне **скорочення доходів від оплати праці** в умовах пандемії та економічної кризи, що утримувало національну економіку від стрімкого падіння та надавало підтримку платіжному балансу України;
- пролонгація процесів **придбання зовнішніх активів резидентами України** (внаслідок лібералізації виведення капіталів і збереження несприятливого інвестиційного клімату в Україні), що посилювало процеси фінансового виснаження національної економіки.

Суттєвий **профіцит поточного рахунку** став не лише джерелом фінансування нетто-відпливу капіталів з України, а й джерелом поповнення офіційних золотовалютних резервів, на приріст яких було спрямовано майже 3 млрд дол. США.

Поточні **ризики для стабільності платіжного балансу** України пов'язані, перш за все, із значними потребами у рефінансуванні накопиченого зовнішнього боргу та волатильним характером міжнародного ринку капіталів за відсутності постійної та значущої за розмірами підтримки України офіційними кредиторами та донорами.

### III. СФЕРИ ЗОВНІШНЬОЇ ВРАЗЛИВОСТІ ТА ІНДИКАТОРИ ЗОВНІШНЬОЇ СТІЙКОСТІ УКРАЇНИ станом на 01.01.2021 р.

Динаміка індикаторів зовнішньої стійкості за підсумками 2020 р. засвідчила **покращення показників міжнародної ліквідності та накопичених зовнішніх активів резидентами** України. Баланси поточного рахунку та чистої міжнародної інвестиційної позиції України також демонстрували оптимістичну динаміку. Однак, Україна все ще не задовольняє половину з відомих критеріїв адекватності міжнародних резервів і всі відомі індикатори зовнішньо-боргової стійкості. Суттєва волатильність реального ефективного обмінного курсу (РЕОК) гривні та його падіння на 15,5% за 2020 рік також є чинником погіршення зовнішньої стійкості економіки.

У таблиці 1 наведено динаміку індикаторів зовнішньої стійкості України в 2013 – 2020 рр. Фактичні значення вказаних індикаторів порівнювалися із граничними, визначеними на основі «Alert Mechanism» Єврокомісії та Центрального банку Індонезії. При перевищенні верхніх лімітів/

недосягненні нижніх лімітів відповідні показники маркувалися червоним кольором – як такі, що сигналізують про підвищений рівень небезпеки кризи платіжного балансу або боргової кризи. Якщо фактичні значення знаходилися в інтервалі 85-100% граничного рівня для верхніх лімітів і 100-115% – для нижніх лімітів, вони маркувалися жовтим кольором і означали середній рівень ризиків. А якщо фактичні значення були меншими від 85% граничних значень верхніх лімітів (більшими від 115% значень нижніх лімітів), вони позначалися зеленим кольором – як такі, що вказують на низький рівень ризиків.

Таблиця 1

**Індикатори зовнішньої стійкості України та їх граничні значення**

	Індикатори	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Гранич-ні значення
1	Валовий зовнішній борг, % експорту товарів і послуг	173.9	193.0	248.0	246.9	216.8	194.4	192.0	207.2	200
2	Валовий зовнішній борг, % ВВП	78.1	94.6	130.4	121.8	102.9	89.9	79.2	80.8	60
3	Короткостроковий борг, % валового зовнішнього боргу	41.7	44.8	43.3	41.6	40.2	39.9	39.7	38.6	20
4	Короткостроковий зовнішній борг, % експорту товарів і послуг	72.6	86.5	107.3	101.9	86.2	77.5	76.2	79.9	40
5	Зовнішньоборгові виплати, % експорту товарів і послуг	42.4	27.8	58.3	*	65.0	56.7	54.4	58.2	25
6	Міжнародні резерви, % короткострокового зовнішнього боргу	34.4	13.3	25.9	33.2	40.6	45.5	52.4	60.1	100
7	Міжнародні резерви, % композитного критерію МВФ	*	*	45.2	56.1	66.1	72.6	85.5	95.0	100
8	Міжнародні резерви, місяців імпорту	2.5	1.3	3.2	3.6	3.6	3.5	4.0	5.6	3.8
9	Міжнародні резерви, % широкої грошової маси	18.0	12.4	32.1	38.3	43.7	45.1	41.7	44.5	20
10	Сальдо поточного рахунку, % ВВП	-9.1	-3.4	1.8	-1.4	-2.2	-3.6	-0.9	4.0	-2.3
11	Темп кумулятивної зміни РЕОК гривні за 3 роки: поточний і 2 попередні, % ("плюс" - ревальвація)	-6.0	-28.2	-16.7	-15.5	5.2	10.2	31.8	13.5	±11
12	Чиста міжнародна інвестиційна позиція, % ВВП	-36.8	-40.1	-41.7	-37.1	-24.1	-16.8	-18.0	-13.6	-35

*Джерело: власні розрахунки за даними НБУ і Держстату України.*

За результатами проведеного аналізу ми встановили, що на кінець грудня 2020 року **серед 12 індикаторів зовнішньої стійкості 4:**

**міжнародні резерви у % до грошової маси та у місяцях імпорту, чиста міжнародна інвестиційна позиція і сальдо поточного рахунку в % до ВВП – сигналізували про низький ступінь вразливості до впливу шоківих ситуацій (зелений колір у таблиці 1). За 8-ма іншими індикаторами зовнішньої стійкості рівень наявних ризиків було оцінено як дуже високий (червоний колір у таблиці). Йдеться про розмір валового зовнішнього боргу відносно ВВП та експорту, показники короткострокового зовнішнього боргу, обсягу зовнішньо-боргових виплат, рівня міжнародних резервів за 2-ма критеріями і динаміки реального обмінного курсу гривні.**

При порівнянні значень індикаторів зовнішньої стійкості на кінець 2020 року з їх значеннями в кінці 2019 помітним є факт суттєвого покращення **двох індикаторів зовнішніх балансів (сальдо поточного рахунку та чистої міжнародної інвестиційної позиції)**, а також покращення **усіх 4-х індикаторів адекватності резервів. У той же час відзначалося погіршення 4-х з 5-ти індикаторів зовнішнього сукупного і короткострокового боргу.** Зокрема, відношення зовнішнього боргу до експорту товарів і послуг підвищилося із 192% у 2019 р. до 207,2% у 2020 р., а відношення зовнішнього боргу до ВВП за вказаний період – із 79,2% до 80,8%. Погіршення відносних показників боргу пояснювалося як нарощуванням його абсолютного обсягу, так і скороченням експортної виручки при мінімальному зростанні суми доларового ВВП за 2020 рік.

Таким чином, **за 8-ма з 12-ти індикаторів зовнішньої фінансової вразливості ризику порушення зовнішньої стійкості оцінювалися як доволі високі**, що було пов'язано з високими обсягами зовнішніх зобов'язань, недостатнім рівнем міжнародних резервів і нестабільністю обмінного курсу національної валюти.

У період 2017-2019 рр. реальний ефективний обмінний курс (РЕОК) гривні зміцнився на 31,8%, що зменшувало відповідним чином конкурентоспроможність українських виробників і підвищувало ступінь макроекономічної волатильності в країні. **За 2020 рік РЕОК гривні послабився на 15,5%, однак у цілому за 2017-2020 р. сумарні темпи ревальвації гривні становили 13,5%, що виходить за рамки граничного значення в 11%.**

Якщо ж говорити про події 2020 р., то темпи девальвації РЕОК гривні вже підпадають під визначення валютної кризи. За визначенням К. Рейнхарт і К. Рогоффа, девальвація національної валюти з річним темпом понад

15% класифікується як валютна криза.<sup>1</sup> Різкі та непередбачувані стрибки обмінного курсу гривні створюють перешкоди для розвитку зовнішньої торгівлі і залучення продуктивних інвестицій в економіку, а також стимулюють підвищення рівня доларизації та знижують якість управління грошово-кредитною системою України.

Навіть в умовах валютно-курсової волатильності **показники адекватності міжнародних резервів України покращувалися**. Значний профіцит поточного рахунку платіжного балансу при активній підтримці України офіційними кредиторами (МВФ, Світовий банк, ЄС, ЄІБ, ЄБРР та ін.) сприяли зростанню абсолютної суми міжнародних резервів і покращенню показників їх адекватності.

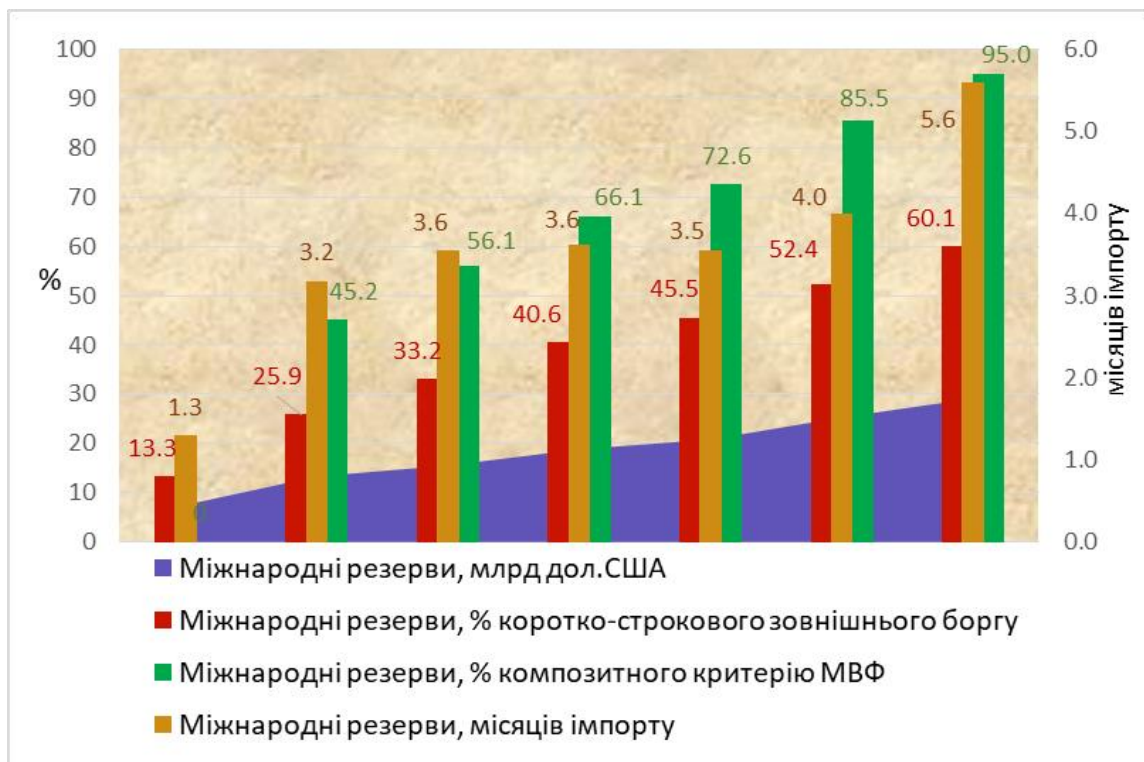


Рис. 5. Показники міжнародних резервів України в 2014-2020 роках

Джерело: власні розрахунки за даними НБУ.

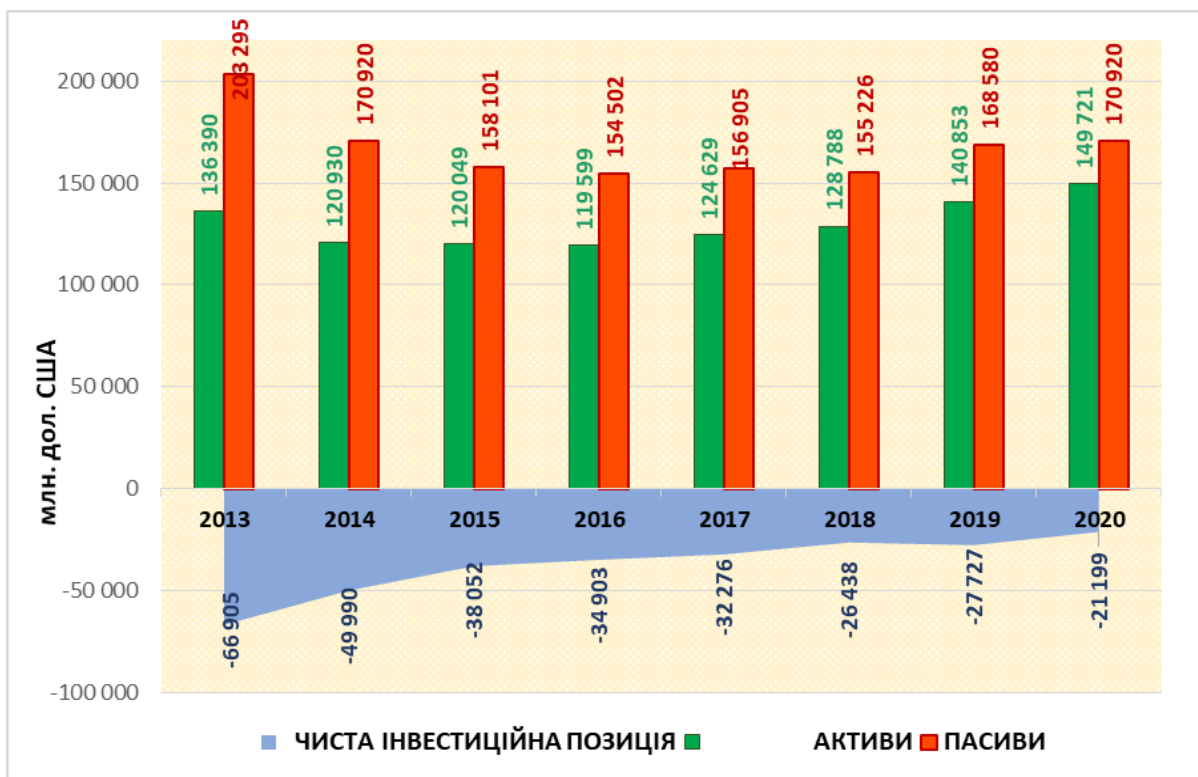
Співвідношення міжнародних резервів і короткострокового зовнішнього боргу послідовно зростало, починаючи з 2015 року, коли воно становило 13,3%. До кінця 2020 р. дане співвідношення підвищилося до 60,1%. Величина резервів у місяцях імпорту також збільшилася із 1,3 до 5,6 місяців (див. рис. 5). Фактичний розмір міжнародних резервів України в кінці 2020 р. перебував на рівні 95% композитного критерію адекватності

<sup>1</sup> Reinhart C., Rogoff K. This Time is Different: a Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises. – Retrieved from: <https://www.nber.org/papers/w13882.pdf>

резервів МВФ, відстаючи всього на 5% від нормативного значення. При цьому за останні три роки даний показник покращився майже на 30 в.п. Композитний критерій МВФ передбачає достатність резервів у випадку еквівалентності їх розміру 30% короткострокового боргу, 15% інших довгострокових зовнішніх зобов'язань, 5% експорту і 5% широких грошей.

Абсолютний обсяг міжнародних резервів України за 2020 рік збільшився на 3,8 млрд дол.США, але зменшився на 0,6 млрд дол. за 2 місяці 2021 року. При цьому **базові показники адекватності резервів** – у % до короткострокового зовнішнього боргу та у % до нормативу МВФ – все ще не досягають мінімально допустимих значень.

За даними НБУ в 2021-2022 роках Україні потрібно буде виплатити понад 17 млрд дол. США за державним і гарантованим державою боргом в іноземній валюті, не кажучи вже про боргові виплати приватних позичальників. Наведена величина є еквівалентною 60% поточного рівня міжнародних резервів України. Така ситуація свідчить про **крихкий характер досягнутої макро-фінансової стабільності та необхідність продовження співпраці України з офіційними іноземними кредиторами.**



**Рис. 6. Агреговані показники міжнародної інвестиційної позиції України в 2013 – 2020 рр.**

Джерело: складено автором за даними НБУ.

Негативне сальдо чистої міжнародної інвестиційної позиції України зменшилося з 16,8% ВВП у 2018 і 18% у 2019 рр. до 13,6% ВВП у 2020 році. Це означає, що резиденти України в цілому залишалися нетто-боржниками решти світу, однак підвищувався ступінь покриття їх зовнішніми активами накопичених зобов'язань перед нерезидентами.

Станом на кінець 2020 року сума пасивів міжнародної інвестиційної позиції України досягла майже 170,9 млрд дол. США, а сума зовнішніх активів резидентів України - 149,7 млрд дол. США (див. рис. 6). Таким чином, Україна виступала нетто-позичальником решти світу в сумі 21,2 млрд дол. США. Відносно ВВП 2020 року міжнародні пасиви резидентів України склали 109,9%, а їх міжнародні активи – 96,2% ВВП. У історичному ракурсі найбільше негативне сальдо чистої міжнародної інвестиційної позиції України – 66,9 млрд дол. США – мало місце в 2013 році. Відтоді сума чистого кредитування України рештою світу або чиста інвестиційна позиція поступово зменшувалася, за виключенням 2019 року.



**Рис. 7. Основні компоненти активів міжнародної інвестиційної позиції України в 2013 – 2020 рр.**

*Джерело: складено автором за даними НБУ.*

В останні три роки збільшувалася сума як активів, так і пасивів міжнародної інвестиційної позиції України, що відображало **посилення ступеню інтегрованості національної економіки до світової**. При цьому показники приросту зовнішніх активів резидентів України в останні роки відзначалися більшим динамізмом, порівняно із пасивами. Такий стан справ, з одного боку, є індикатором підвищення ступеню захисту національної економіки від несприятливого впливу глобальних чинників, але, з іншого боку, сигналізує про **дефіцит якісних внутрішніх активів для піднесення інвестиційного процесу** в економіці України.

Аналіз структури активів міжнародної інвестиційної позиції (рис. 7) вказує на переважну форму утримання валютних цінностей резидентами України – готівкова валюта поза банками: її обсяги сягнули 93,7 млрд дол. США. Серед вагомих компонентів активів міжнародної інвестиційної позиції слід відзначити й офіційні золотовалютні резерви – 29,1 млрд дол., торгові кредити та аванси – 8,8 млрд дол. і прямі закордонні інвестиції резидентів України – 4,0 млрд дол. США.

При порівнянні **стану міжнародних активів України** в кінці 2020 року з кінцем 2017 року найбільш разючими є такі відмінності:

- приріст валових міжнародних резервів НБУ на 10,3 млрд дол. США за три роки;
- збільшення готівкової валюти поза банками на 10,2 млрд дол.;
- приріст залишків коштів на депозитах у банках-нерезидентах на 4,7 млрд дол.;
- збільшення вкладень у боргові цінні папери-нерезидентів України на 0,5 млрд дол. США.

Отже, в 2020 році формування профіциту поточного рахунку, скорочення дефіциту міжнародної інвестиційної позиції та покращення окремих показників адекватності резервів указували на **зменшення зовнішньої фінансової вразливості економіки України**. Однак, станом на початок 2021 року за 8-ма індикаторами зовнішньої стійкості ризику стресової ситуації все ще оцінювалися як доволі високі. Такі ризики були пов'язані з:

- відносно низьким рівнем **міжнародної ліквідності країни** (обсяг міжнародних резервів НБУ становив 60,1% короткострокового зовнішнього боргу та 95% композитного критерію МВФ),

- значними обсягами **зовнішніх боргових зобов'язань** (на рівні 80,8% ВВП і 207,2% експорту товарів і послуг) при збереженні високих ризиків ліквідності і платоспроможності в секторах державного управління і нефінансових підприємств,
- високими **потребами в зовнішньому фінансуванні** для рефінансування виплат за зовнішнім боргом (короткостроковий зовнішній борг за залишковим терміном погашення становив 48,5 млрд дол. США),
- значною **волатильністю обмінного курсу гривні** (зміцненням РЕОК гривні на 18,7% за 2019-й рік і послабленням на 15,5% за 2020-й), що підривало стабільність макро-фінансового середовища й негативно впливало на динамізм експортно-імпортних операцій та іноземного інвестування.

Підвищення ступеню **покриття міжнародними резервами** імпорту товарів і послуг, а також грошової маси МЗ, з одного боку, демонструвало посилення зовнішньої стійкості економіки, однак, з іншого боку, відбивало скорочення абсолютної суми імпорту та знецінення обмінного курсу гривні в кризовий 2020-й рік.

В цілому **уникнення кризи платіжного балансу та масових дефолтів в умовах економічної кризи стало приємним винятком із усталеного правила взаємообумовленості/ взаємопосилення фінансових та економічних криз в Україні. Але такий стан справ більшою мірою відображав не досягнення макроекономічної політики України, а унікальну природу нинішньої глобальної кризи, яка реалізувалася через скорочення імпорту (що стримувало вплив зовнішніх шоків за торговельним каналом) та збереження доступу до міжнародного ринку капіталів для позичальників з ринків, які формуються (що пом'якшувало вплив зовнішніх шоків за фінансовим каналом).**

## IV. ПОТОЧНИЙ СТАН І РИЗИКИ ЗОВНІШНЬОГО СУКУПНОГО БОРГУ УКРАЇНИ

**Зовнішній сукупний борг України** станом на кінець 2020 р. становив 125,7 млрд дол. США, збільшившись на 4,0 млрд дол. за рік і на 3,5 млрд дол. за IV квартал 2020 р. (див. табл. 2). У номінальному вираженні обсяг зовнішнього боргу досяг найвищого рівня за останні 6 років і наблизився до показника початку 2015 року. Упродовж II півріччя 2015 р. – I кварталу 2019 р. динаміка зовнішнього сукупного боргу мала низхідну траєкторію, в II кварталі 2019 р. відбувся злам цієї тенденції і траєкторія боргу стала висхідною. Але в 2020 р. темпи приросту зовнішнього боргу України зменшилися: вони становили 3,2% за рік проти 6,1% у 2019 році.

У 2020 році зростали зовнішні боргові зобов'язання сектору загального державного управління (на 3,2 млрд дол. США) та міжфірмовий борг за прямими інвестиціями (на 2,6 млрд дол.). Зобов'язання інших секторів перед нерезидентами скорочувалися: борг банків зменшився на 1,1 млрд дол. США, борг нефінансових підприємств і домогосподарств на 0,4 млрд дол., як і борг органів грошово-кредитного регулювання (рис. 8).

Зовнішній борг сектору загального державного управління збільшився за каналом боргових цінних паперів (на 3,7 млрд дол. США) і короткострокових кредитів (на 0,3 млрд дол.) А зростаючими компонентами зовнішнього боргу підприємств і домогосподарств були боргові цінні папери (приріст на 0,4 млрд дол.) і торговельні кредити (приріст на 1,3 млрд дол. США).

Із загальної суми зовнішнього сукупного боргу України 18,6% (або 23,4 млрд. дол.) припадає на **прострочену заборгованість** за негарантованими кредитами **реального сектору**. Сума простроченого боргу за останні 5 років збільшилася на 10,4 млрд дол., що демонструє як низький рівень платоспроможності українських підприємств-позичальників, так і неринковий характер кредитних відносин цих підприємств з їх зовнішніми кредиторами. Такий висновок підтверджують

наступні дані: 79% суми прострочених кредитів припадає на Кіпр, Великобританію, Нідерланди, Панаму, Віргінські та Кайманові острови.

Таблиця 2

**Зовнішній борг України, млн. дол. США**

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Сектор загального держуправління</b>	<b>29 922</b>	<b>32 884</b>	<b>35 959</b>	<b>36 495</b>	<b>38 886</b>	<b>40 128</b>	<b>44 531</b>	<b>47 765</b>
<i>Довгострокові</i>	29 922	32 878	35 959	36 495	38 886	40 123	44 276	47 328
Розподіл СПЗ	19 386	19 334	1 702	1 651	1 749	1 708	1 698	1 769
Боргові цінні папери	8 639	11 765	18 838	19 479	20 859	22 884	27 178	26 465
Кредити	1 897	1 779	15 419	15 365	16 278	15 531	15 400	19 094
<b>Органи грошово-кредитного регулювання</b>	<b>1 775</b>	<b>2 176</b>	<b>6 708</b>	<b>6 242</b>	<b>7 438</b>	<b>7 938</b>	<b>7 303</b>	<b>6 927</b>
<i>Довгострокові</i>	1 775	2 176	5 407	6 242	7 438	7 938	7 303	6 927
Кредити	1 649	2 058	5 329	6 133	7 322	7 825	7 190	6 810
<b>Банки</b>	<b>22 555</b>	<b>18 752</b>	<b>12 823</b>	<b>8 966</b>	<b>6 228</b>	<b>5 797</b>	<b>4 768</b>	<b>3 670</b>
<i>Короткострокові</i>	5 438	5 301	4 121	3 657	2 009	1 231	1 162	1 104
Кредити	3 654	3 982	236	175	131	30	28	42
Валюта і депозити	1 778	1 254	3 885	3 477	1 878	1 201	1 134	1 062
<i>Довгострокові</i>	17 117	13 451	8 702	5 309	4 219	4 566	3 606	2 566
Валюта і депозити	5 082	4 365	3 752	1 673	462	513	383	368
Боргові цінні папери	9 629	7 971	3 490	2 854	2 753	2 841	2 071	1 244
Кредити	2 406	1 115	1 460	782	1 004	1 212	1 152	954
<b>Нефінансові підприємства і домогосподарства</b>	<b>76 642</b>	<b>62 228</b>	<b>53 581</b>	<b>52 207</b>	<b>53 347</b>	<b>51 433</b>	<b>54 611</b>	<b>54 166</b>
<i>Короткострокові</i>	29 337	15 036	11 571	12 362	15 124	13 809	14 819	15 720
Торгові кредити	22 526	14 041	10 837	11 451	13 839	12 327	1522	14 648
<i>Довгострокові</i>	47 305	47 192	42 010	39 845	38 223	37 624	39 792	38 446
Боргові цінні папери	6 221	3 654	1 559	1 512	1 813	1 819	3 893	4 323
Кредити	39 872	41 724	38 452	36 520	35 235	35 712	35 692	33 905
Торгові кредити	1 212	1 814	1 999	1 813	1 175	93	207	218
<b>Прямі інвестиції: міжфірмовий борг</b>	<b>11 185</b>	<b>9 257</b>	<b>8 562</b>	<b>8 614</b>	<b>9 552</b>	<b>9 414</b>	<b>10 526</b>	<b>13 162</b>
<b>Валовий зовнішній борг всього</b>	<b>142079</b>	<b>125297</b>	<b>117633</b>	<b>112524</b>	<b>115451</b>	<b>114707</b>	<b>121739</b>	<b>125690</b>

Джерело: дані НБУ.

Якщо розглядати географічну структуру загального зовнішнього боргу підприємств і банків, то частка зазначених 6-ти країн знижується до 70,7% (див. рис. 9). При цьому частка країн-кредиторів, фінансові системи яких майже не використовуються для уникнення оподаткування і

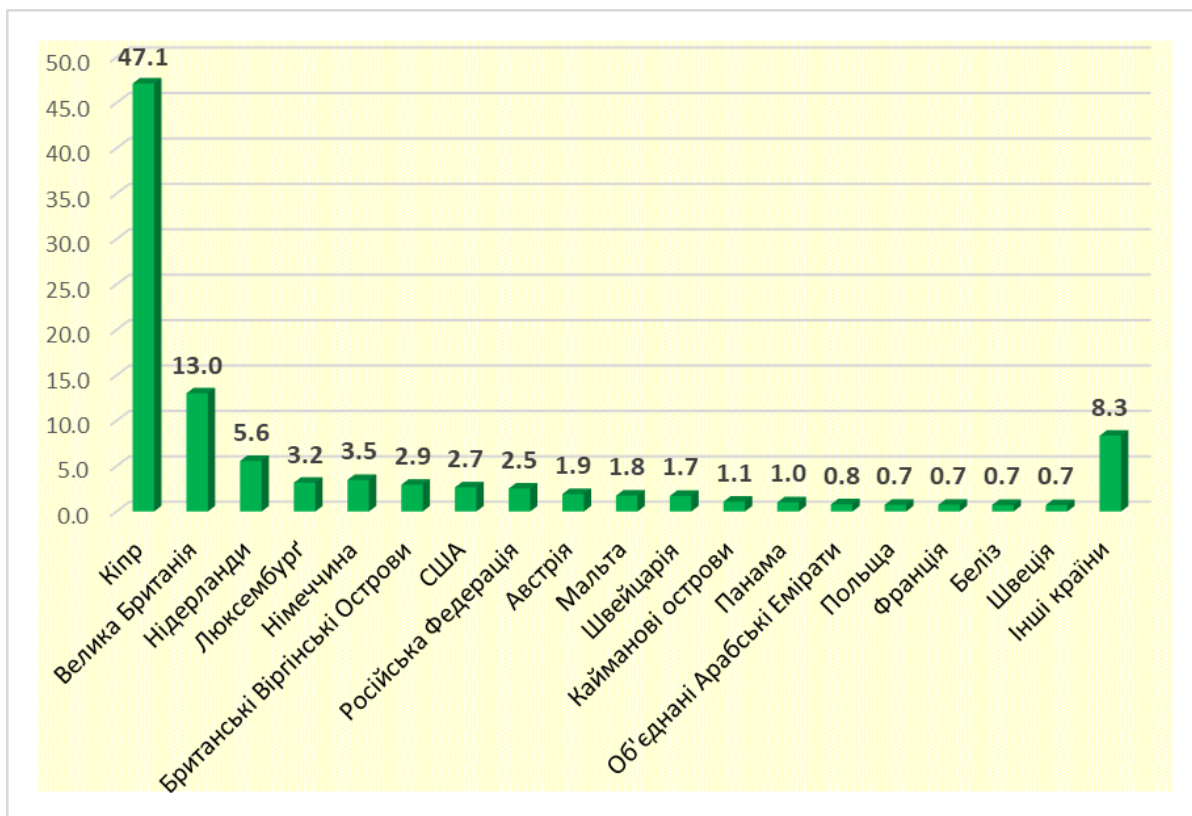
відмивання коштів, є незначною: Німеччина – 3,5%, США – 2,7%, ОАЕ – 0,8%, Польща – 0,7%, Франція – 0,7%. А посідання вагомих позицій в структурі іноземних кредиторів України такими країнами як Кіпр, Великобританія, Нідерланди, Люксембург, Австрія, Мальта, Панама, Віргінські та Кайманові острови, вказує на штучний характер частини зовнішньо-боргових зобов'язань України. Вірогідно, деякі з українських підприємств використовують іноземні кредити як спосіб мінімізації податкових зобов'язань в Україні, а також захисту наявного в Україні майна від неправомірного захоплення.



**Рис. 8. Зовнішній борг України в розрізі секторів економіки**

*Джерело: дані НБУ.*

І все ж таки більша частина українських корпорацій і банків використовують нормальні ринкові механізми залучення кредитів іноземних банків та розміщення єврооблігацій, вартість яких виявляється помітно нижчою, порівняно з ресурсами внутрішнього фінансового ринку.



**Рис. 9. Частка країн-кредиторів у структурі зовнішньої заборгованості підприємств і банків України, %**

*Джерело: власні розрахунки за даними НБУ.*

Найбільш динамічною складовою приросту зовнішнього сукупного боргу України в 2020 році стали **зовнішньо-боргові зобов'язання сектору загального державного управління**, обсяг яких збільшився на 3,3 млрд дол. США. Чисті залучення до бюджету від зовнішніх офіційних кредиторів (МВФ, Світового банку, ЄС, урядів іноземних держав) у 2020 році становили 1,5 млрд дол. США.

Від зовнішніх ринкових позик до державного бюджету надійшло 4,9 млрд дол. США, в тому числі:

- 1,25 млрд євро – від розміщення 10-річних облігацій у євро під 4,375%;
- 2,0 млрд дол. – від розміщення 12-річних облігацій у доларах США під 7,253% річних, з них 0,9 млрд дол. направлено на дострокове погашення облігацій з погашенням у 2021 і 2022 роках;
- 0,6 млрд дол. – від грудневого дорозміщення 12-річних облігацій у доларах США під 7,253% річних;
- 0,33 млрд дол. – від додаткового випуску ОЗДП 2015 р. під 7,75% річних, надходження від яких використано на достроковий викуп ВВП-варантів;

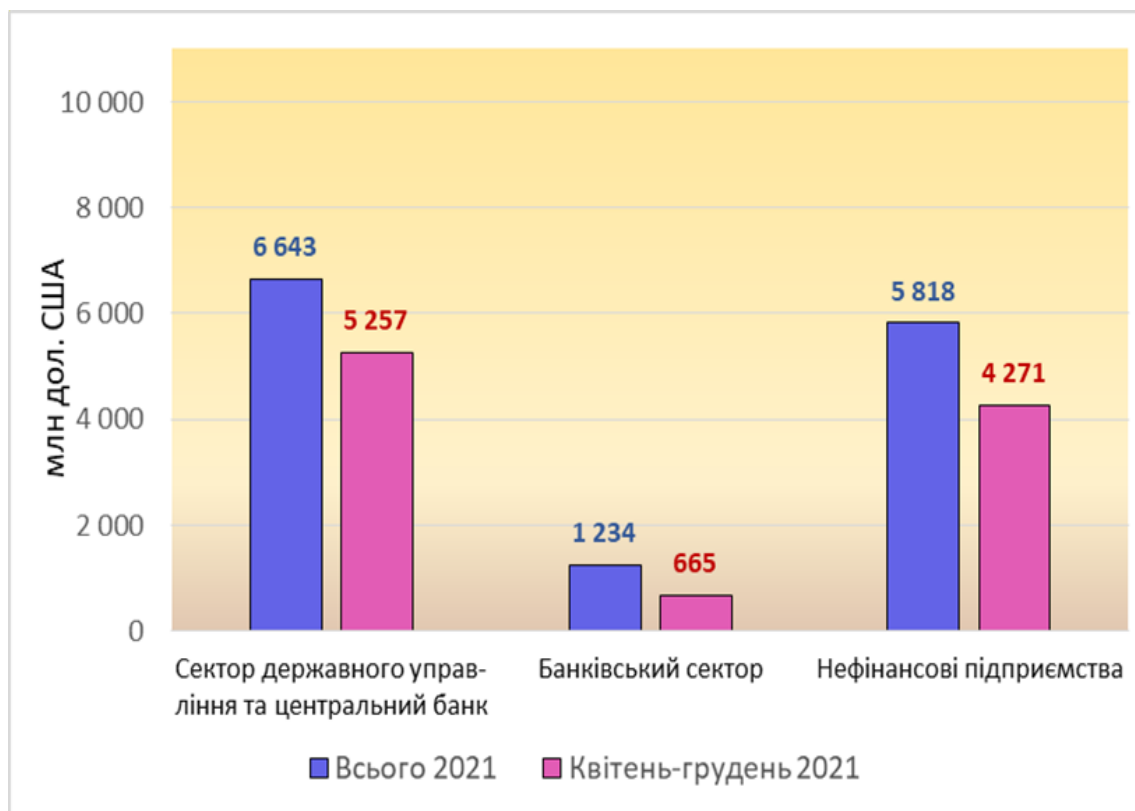
- 0,25 млрд дол. - кредит американської продовольчої компанії «Cargill Financial Services International»;
- 0,34 млрд дол. США - 6-місячний кредит «Deutsche Bank AG London».

Зобов'язання Уряду за облігаціями внутрішньої позики перед нерезидентами (які обліковуються в складі зовнішнього боргу) за 2020 рік зменшилися на 31,4 млрд грн або 1,2 млрд дол. США. Але за 4 місяці з грудня 2020 р. до квітня 2021 р. **вкладення нерезидентів в ОВДП** зросли на 30 млрд грн або на 1,1 млрд дол. США. До грудня 2020 р. вихід іноземних інвесторів з ринку ОВДП був одним із факторів знецінення курсу гривні, але надалі відбувався зворотній процес: приплив іноземного капіталу на ринок ОВДП сприяв зміцненню обмінного курсу.

**Короткостроковий зовнішній борг України** за залишковим терміном погашення станом на 31.12.2020 р. становив 48,5 млрд дол., збільшившись всього на 0,1 млрд дол. США за 2020 рік. Основну питому вагу в структурі короткострокового зовнішнього боргу займають зобов'язання нефінансових підприємств, які упродовж наступних 12 місяців повинні погасити 33,8 млрд дол. коротко- та довгострокових зобов'язань. Сума короткострокового боргу органів державного управління за рік дещо зменшилася і становила 4,7 млрд дол., а депозитних корпорацій – залишалася майже незмінною і на кінець року досягла 2,6 млрд дол. США. Таким чином, проблема погашення і обслуговування накопичених зовнішніх боргів на найближчий рік залишатиметься актуальною для секторів нефінансових підприємств і загального державного управління.

Сумарні платежі Уряду та НБУ в рахунок **погашення і обслуговування зовнішнього державного боргу** (без валютних ОВДП, але з включенням ОВДП у власності нерезидентів) в 2021 році оцінюються на рівні 7,7 млрд дол. США, у тому числі 5,9 млрд дол. у II-IV кварталах 2021 року. Значними є також платежі сектору нефінансових підприємств, які повинні виплатити зовнішнім кредиторам 5,8 млрд дол. Виплати банківського сектору є порівняно незначними і становлять 1,2 млрд дол. США (рис. 10).

Таким чином, **зобов'язання Уряду та НБУ щодо погашення і обслуговування зовнішнього боргу в 2021 р. будуть значними, але керованими**. Крім того, вони є меншими на 0,7 млрд дол. США від платежів 2020 року.



**Рис. 10. Зовнішньоборгові виплати нерезидентам у 2021 р. у розрізі секторів економіки**

*Джерело: дані НБУ.*

В той же час на середньо-строкову перспективу високий розмір зовнішнього боргу та значний тягар боргових виплат свідчать про високу вразливість фінансового стану позичальників та їх **залежність від доступу до джерел рефінансування боргів**, у тому числі і рівня ставок міжнародного фінансового ринку.

З початку 2021 р. **волатильність міжнародного фінансового ринку посилилася, у зв'язку із зростанням довгострокових відсоткових ставок на ринках розвинутих країн**. Так, ринкова дохідність 10-річних облігацій Казначейства США підвищилася з менше ніж 1% на початку року до 1,7% на початку квітня 2021 р. Різке зростання відсоткових ставок мало місце також у Великобританії та більш скромне – в Японії та євросоні.

Підвищення довгострокових відсоткових ставок у розвинутих країнах пояснюється, перш за все, збільшенням премії за строковість і відображає побоювання інвесторів щодо майбутньої інфляції та темпів грошової емісії. Такі процеси на ринках розвинутих країн підвищують волатильність потоків капіталу для ринків, що формуються.

Якщо центральні банки розвинутих країн відреагують на зростання довгострокових ставок підвищенням ключової процентної ставки, то портфельні інвестори почнуть масово залишати ринки, що формуються. Фахівці МВФ установили, що кожний в.п. підвищення ключової відсоткової ставки обертається зростанням довгострокових ставок на 1/3 в.п. для середньостатистичної країни з ринком, що формується, та на 2/3 в.п. для країни з кредитним рейтингом спекулятивного рангу.<sup>2</sup>

В таких умовах для України, як і інших країн з ринками, що формуються, **актуалізуються ризики доступності зовнішнього ринкового фінансування та утримання його прийнятної вартості**. Для нейтралізації таких ризиків фахівці МВФ радять центральним банкам країн, що розвиваються, проводити більш м'яку монетарну політику, яка буде в змозі компенсувати зростання світових відсоткових ставок.

У відносному вимірі зовнішній борг всіх секторів економіки станом на кінець грудня 2020 р. становив 80,8% ВВП. Обсяг зовнішнього боргу України відносно ВВП суттєво перевищує прийняті у світі граничні значення та середні для країн, що розвиваються. Відносно експорту величина зовнішнього боргу України (207,2%) незначною мірою перевищує граничне значення. На рис. 11 наведено основні **зовнішньо-боргові показники України** у динаміці з 2013 до 2020 року.

Наведені дані свідчать про те, що навіть в умовах низхідної динаміки відносних **індикаторів зовнішньо-боргового навантаження України** у 2015-2019 роках та їх незначному зростанні в 2020 р., всі ці індикатори знаходяться у червоній зоні:

- зовнішній борг всіх секторів економіки станом на кінець 2020 року складав **80,8% ВВП при граничному рівні 60% ВВП;**
- зовнішній борг відносно експорту товарів і послуг досяг величини **207,2% при граничному рівні 200% експорту;**
- **короткостроковий** зовнішній борг України дорівнював **79,9% експорту при гранично допустимому значенні 40%;**
- **короткостроковий** зовнішній борг України досяг рівня **166,4% міжнародних резервів при гранично допустимому рівні 100%.**

<sup>2</sup> International Monetary Fund. Shifting Gears: Monetary Policy Spillovers During the Recovery from COVID-19. – Retrieved from: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2021/03/23/world-economic-outlook-april-2021>

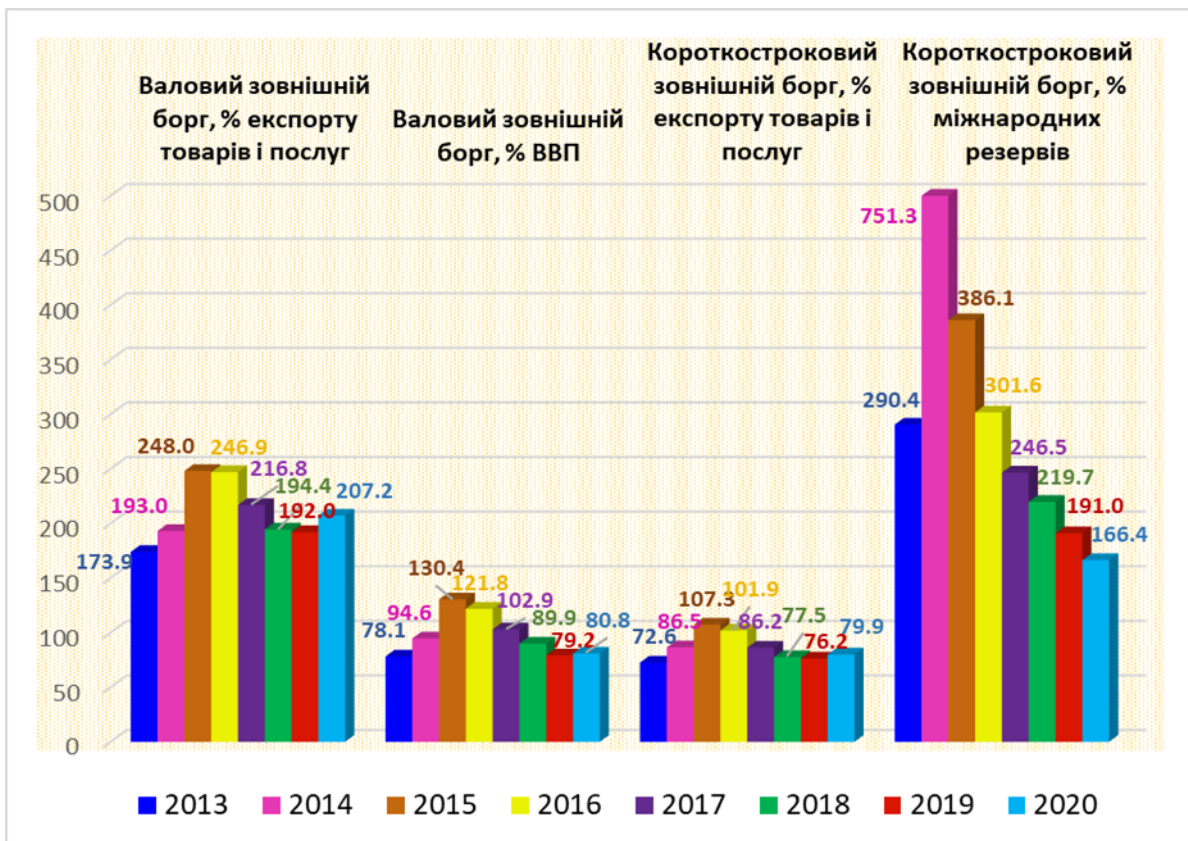


Рис. 11. Відносні зовнішньо-боргові показники України в 2013-2020 роках

Джерело: розрахунки автора за даними НБУ і Держстату України

В цілому, як свідчить досвід країн з ринками, що формуються, високий розмір зовнішнього боргу генерує такі ризики для незрілої економіки:

- *макроекономічна волатильність*: надходження зовнішніх ресурсів може призводити до перегріву економіки, підвищення обмінного курсу і зниження конкурентоспроможності, а вплив іноземного капіталу часто пов'язується із спадом виробництва та фінансовими кризами;
- *неефективність ринків*: іноземний капітал може розподілятися неефективно між позичальниками і ставати причиною утворення надмірної заборгованості;
- *раптові зупинки/ реверс потоків капіталу* в багатьох випадках обертаються валютними, банківськими і борговими кризами.

У той же час серед **позитивів зовнішньо-боргових процесів України в 2020 р.** слід назвати: а) досягнення суттєвого **профіциту поточного рахунку** платіжного балансу - 6,2 млрд дол. США; б) продовження співпраці України із **зовнішніми офіційними кредиторами** і донорами, які надали 4,2 млрд дол. США для підтримки бюджету. Зазначені чинники

## ***сприяли зменшенню потреб України в зовнішньому фінансуванні та підтриманню зовнішньої стійкості економіки.***

Зростання як абсолютних, так і відносних показників зовнішнього боргу України в 2020 році пояснювалося впливом таких факторів:

- **збереженням доступу** Уряду та корпоративних позичальників України **до міжнародного ринку капіталів** навіть в умовах економічної та епідеміологічної кризи, а також активним залученням державних позик від офіційних кредиторів;
- утриманням **низьких відсоткових ставок у розвинутих країнах**, що заохочувало міжнародних інвесторів до пошуку більш дохідних сфер для власних інвестицій у світовому масштабі;
- збереженням **помірних спредів за борговими інструментами України** та країн з ринками, які формуються, в цілому, що підтримувало попит українських позичальників на зовнішні позики;
- зниженням абсолютної **суми експортної виручки України**, внаслідок падіння світового попиту та логістичних ускладнень, що погіршувало відношення боргових показників до експорту.

За високого рівня зовнішнього сукупного боргу України високою є **вразливість фінансової системи країни до дії зовнішніх шоків** - підвищення відсоткових ставок на міжнародних ринках та у розвинутих країнах, зниження цін на експортовані товари, продовження пандемії та повільне відновлення економік торговельних партнерів.

Утримання значних обсягів зовнішнього боргу України актуалізує також **кредитні ризики та ризики рефінансування боргу**. Однак, гострота таких ризиків дещо нівелюється значними обсягами зовнішніх активів, накопичених приватним сектором України, а також штучним характером окремих позик, наданих нерезидентами спорідненим структурам в Україні.

В тривалій перспективі після пандемії COVID-19, вірогідно, зростатиме ціна залучення іноземного капіталу до України (державного та приватного секторів економіки). Така ситуація породжує **загрози для боргової стійкості позичальників та зовнішньої стійкості економіки** в цілому. Нівелювання цих загроз вимагає, перш за все, активного розвитку внутрішнього кредитного та фондового ринків України, а також проведення зваженої монетарної політики.

## V. ВИСНОВКИ ТА ПРОПОЗИЦІЇ

Формування профіциту поточного рахунку, скорочення дефіциту міжнародної інвестиційної позиції та покращення окремих показників адекватності резервів засвідчують зменшення ступеню зовнішньої фінансової вразливості економіки України. Однак, на початок 2021 року **за 8-ма з 12-ти індикаторів зовнішньої стійкості ризику порушення зовнішньої стійкості все ще оцінювалися як доволі високі.**

Такі ризики були пов'язані з:

- відносно низьким рівнем **міжнародної ліквідності країни** (обсяг міжнародних резервів становив 60,1% короткострокового зовнішнього боргу та 95% композитного критерію МВФ),
- значними обсягами **зовнішніх боргових зобов'язань** (на рівні 80,8% ВВП і 207,2% експорту) при збереженні високих ризиків ліквідності і платоспроможності в секторах державного управління і нефінансових підприємств України,
- високими **потребами в зовнішньому фінансуванні** для рефінансування виплат за зовнішнім боргом при посиленні турбулентності міжнародних ринків капіталу,
- значною **волатильністю обмінного курсу гривні** (зміцненням РЕОК гривні на 18,7% за 2019-й рік і послабленням на 15,5% за 2020-й), що негативно впливало на макрофінансову стабільність, динамізм експортно-імпортних операцій та іноземного інвестування в Україну.

Величина **позитивного сальдо поточного рахунку** в 2020 році досягла 6,2 млрд дол. США або 4% ВВП, що стало абсолютним рекордом за період, починаючи з 2004 р. Профіцитний поточний рахунок указував на зменшення обсягів внутрішньої абсорбції відносно обсягів внутрішнього виробництва, що стало наслідком штучного обмеження споживчого попиту в період карантину та уповільнення інвестиційного процесу в умовах невизначеності. Утворення безпрецедентного надлишку поточного рахунку підвищувало ступінь зовнішньої стійкості економіки та дозволяло безболісно фінансувати відтік капіталу з України.

Темпи падіння **експорту товарів і послуг** у 2020 р. (4,5% відносно попереднього року) суттєво відставали від темпів падіння імпорту (17,9%),

що стало чинником семикратного зниження дефіциту торговельного балансу. Суттєве скорочення **імпортних закупівель** пояснювалося кризовим падінням споживчого попиту, зниженням світових цін на енергоносії, порушенням міжнародних ланцюгів виробництва та введенням обмежень на роздрібно-торгівельну діяльність. Радикальному покращенню торговельного балансу сприяло і скорочення імпорту туристичних послуг з 8,5 до 4,6 млрд дол.

Незначне зменшення українського експорту мало місце в умовах сприятливої **цінової кон'юнктури** світового ринку. Індекс зміни цін на товари українського експорту (ЕСPI) за рік підвищився на 17%. В 2020 р. відбувалися і помітні зміни в **географічній структурі** українського експорту. Експорт товарів і послуг до ЄС скоротився на 10,6% відносно попереднього року; водночас на 15,7% збільшився експорт до країн Азії.

Чистий відплив коштів за **фінансовим рахунком** платіжного балансу у 2020 р. становив 4,2 млрд дол. США, що помітно контрастує з чистим припливом коштів у попередні роки. Суттєве придбання зовнішніх активів поєднувалося із незначним приростом зовнішніх зобов'язань, у результаті чого резиденти України виступали нетто-кредиторами решти світу.

Основними складовими **нетто-відпливу капіталу** з України стали: а) накопичення готівкової валюти в поза-банківському обігу на 5,1 млрд дол.; б) нетто-погашення боргових цінних паперів державним і приватним сектором на 0,9 млрд дол.; в) нетто-вилучення прямих інвестицій на суму майже 1 млрд дол. США. Початок відпливу прямих і портфельних інвестицій (внаслідок волатильності міжнародних ринків і погіршення внутрішньо-економічної ситуації) стало помітним чинником падіння капітальних інвестицій та стагнації кредитного процесу в Україні.

Поточні **ризики для стабільності платіжного балансу** України пов'язані, перш за все, з масштабним відпливом українського капіталу та значними потребами у рефінансуванні зовнішніх боргів в умовах нестабільності міжнародного ринку капіталів.

Приріст **зовнішніх активів** за 2020 рік сягнув 6,85 млрд дол. США, що майже відповідало показнику 2019 (6,95 млрд дол.). Але якщо аналізувати структуру приросту активів у динаміці, то в 2020 році в рази зменшилися прямі і портфельні інвестиції резидентів України, в той час як накопичення готівкової валюти поза банками збільшилося вдвічі. Мало місце і суттєве зменшення вкладень резидентів на депозити в закордонних банках: з 4 млрд дол. США у 2019 р. до 1,2 млрд дол. у 2020 р.

В цілому приріст зовнішніх активів резидентів України в останні роки був більш помітним, порівняно із пасивами. Запаси **готівкової валюти поза банками** вже сягнули 93,7 млрд дол. США. Такий стан справ, з одного боку, є індикатором підвищення ступеню захисту національної економіки від несприятливого впливу глобальних чинників, але, з іншого боку, відображає дефіцит якісних внутрішніх активів для піднесення інвестиційного процесу в Україні.

Фактично **лібералізація руху капіталів** після введення у дію Закону «Про валюту і валютні операції» (2019 р.) призвела до колосального відпливу капіталу резидентів з України: приріст зовнішніх активів збільшився з 0,9 млрд дол. США у 2018 до 7 млрд дол. у 2019 і 6,85 млрд дол. у 2020 році. Такі дії опосередковували процеси декапіталізації та фінансового виснаження економіки України.

**Інтенсивність придбання зовнішніх активів** резидентами України в січні-лютому 2021 р. уповільнилася порівняно з аналогічним періодом 2020 р. (1,1 проти 1,8 млрд дол. США). Пояснювалося це тим, що за економічної та епідеміологічної кризи в економічних суб'єктів зменшувалися обсяги вільних коштів, відповідно, звужувалися й їх можливості для інвестицій в закордонні активи.

Абсолютний обсяг **міжнародних резервів** за 2020 рік збільшився на 3,8 млрд дол., але базові критерії адекватності резервів все ще не виконувалися. За даними НБУ в 2021-2022 роках Україні потрібно буде виплатити понад 17 млрд дол. за державним і гарантованим боргом у валюті, не кажучи вже про боргові виплати приватних позичальників. Така величина є еквівалентною 60% нинішнього рівня міжнародних резервів. Це свідчить про крихкий характер поточної макрофінансової стабільності та необхідність продовження активної співпраці з офіційними міжнародними кредиторами.

**Зовнішній сукупний борг України** в кінці 2020 р. становив 125,7 млрд дол. США, збільшившись на 4,0 млрд дол. за рік. Найбільш динамічною складовою приросту боргу стали зовнішньо-боргові зобов'язання сектору державного управління (+3,3 млрд дол. США).

На початку 2021 року всі **індикатори зовнішньо-боргового навантаження** України знаходилися в червоній зоні, зокрема:

- зовнішній борг всіх секторів економіки складав 80,8% ВВП при граничному рівні 60% ВВП;

- зовнішній борг відносно експорту товарів і послуг досяг величини 207,2% при граничному рівні в 200%;
- короткостроковий зовнішній борг України дорівнював 79,9% експорту при гранично допустимому значенні 40%;
- короткостроковий зовнішній борг України досяг рівня 166,4% міжнародних резервів при гранично допустимому значенні 100%.

Високий рівень зовнішнього боргу та значний тягар боргових виплат свідчать про суттєву залежність стану позичальників від **умов світового фінансового ринку**. Тривожним симптомом є те, що з початку 2021 р. волатильність фінансових ринків посилювалася при зростанні довгострокових відсоткових ставок у розвинутих країнах (воно відображало побоювання інвесторів щодо темпів інфляції та грошової емісії). Очевидно, що якщо центральні банки розвинутих країн відреагують на зростання довгострокових ставок підвищенням ключової ставки, то портфельні інвестори почнуть масово залишати ринки, що формуються.

Це означає, що для України, як і інших країн з ринками, що формуються, актуалізуються ризики **доступності зовнішнього ринкового фінансування**. Для нейтралізації таких ризиків фахівці МВФ радять центральним банкам країн, що розвиваються, проводити м'яку монетарну політику та сприяти підтриманню довіри економічних суб'єктів до фіскальної та монетарної політики директивних органів.

На нашу думку, зниження ступеню зовнішньої фінансової вразливості економіки України та пом'якшення впливу шоків глобальних чинників має спиратися на застосування таких **заходів економічної політики**:

1. **Збільшення обсягу та покращення структури міжнародних резервів України** шляхом: а) викупу надлишку іноземної валюти на ринку у період сезонного зростання експортних надходжень і виконання композитного критерію МВФ достатності міжнародних резервів; б) продовження співпраці України з міжнародними кредиторами і донорами при неухильному дотриманні національних інтересів і недопущенні соціальної дестабілізації в Україні; в) підвищення частки золота в структурі резервів з нинішніх 5,3% до, щонайменше, 15% від вартості резервів; г) збільшення вкладень резервних активів у корпоративні облігації класу AAA підприємств-емітентів з ЄС і США.

2. Проведення **м'якої монетарної політики** для надання підтримки економіці в період пандемії та протидії шокам фінансових ринків (Такі рекомендації надає МВФ країнам-членам у звіті «World Economic Outlook»

за квітень 2021 р.). Досягнення таких цілей передбачає: а) утримання Національного банку від подальшого підвищення облікової ставки; б) впровадження механізмів довгострокового рефінансування банківських кредитів реальному сектору економіки; в) пом'якшення нормативів формування банками резервів під кредитні ризики.

3. Розвиток **внутрішнього ринку капіталів в Україні** на основі використання таких засобів: а) розширення кола ліквідних фінансових інструментів, в т. ч. спрямованих на зниження ризиків; б) забезпечення модернізації, консолідації і розвитку біржової та депозитарної інфраструктури (впровадження інституту оператора регульованого ринку, створення моделі Багатосторонньої торговельної системи і Організованої торговельної системи); в) заснування Фонду гарантій приватних інвестицій, який би став джерелом покриття втрат дрібних інвесторів у випадку банкрутства професійних учасників фондового ринку; г) подолання «вузьких місць» ринку ОВДП шляхом розвитку цивілізованого вторинного ринку та контролювання діяльності маркет-мейкерів (первинних дилерів); д) більш широке залучення фізичних осіб через спрощення процедур купівлі-продажу ОВДП та пом'якшення вимог до документального підтвердження джерел походження коштів.

4. Поступове **скорочення бюджетного дефіциту, починаючи з 2022 року**, і переважне застосування таких інструментів фіскальної консолідації в Україні: а) підвищення податків на власність, багатство і доходи від капіталу; б) покращення адміністрування корпоративного податку на прибуток; в) збільшення екологічних податків і рентних платежів (особливо за видобуток залізних і марганцевих руд); г) скорочення бюджетних видатків на державне управління, утримання правоохоронних і судових органів.

Матеріал підготовлено:

*д-ром екон. наук **Тетяною Богдан**,*

*директором з наукової роботи*

*“Growford Institute“*