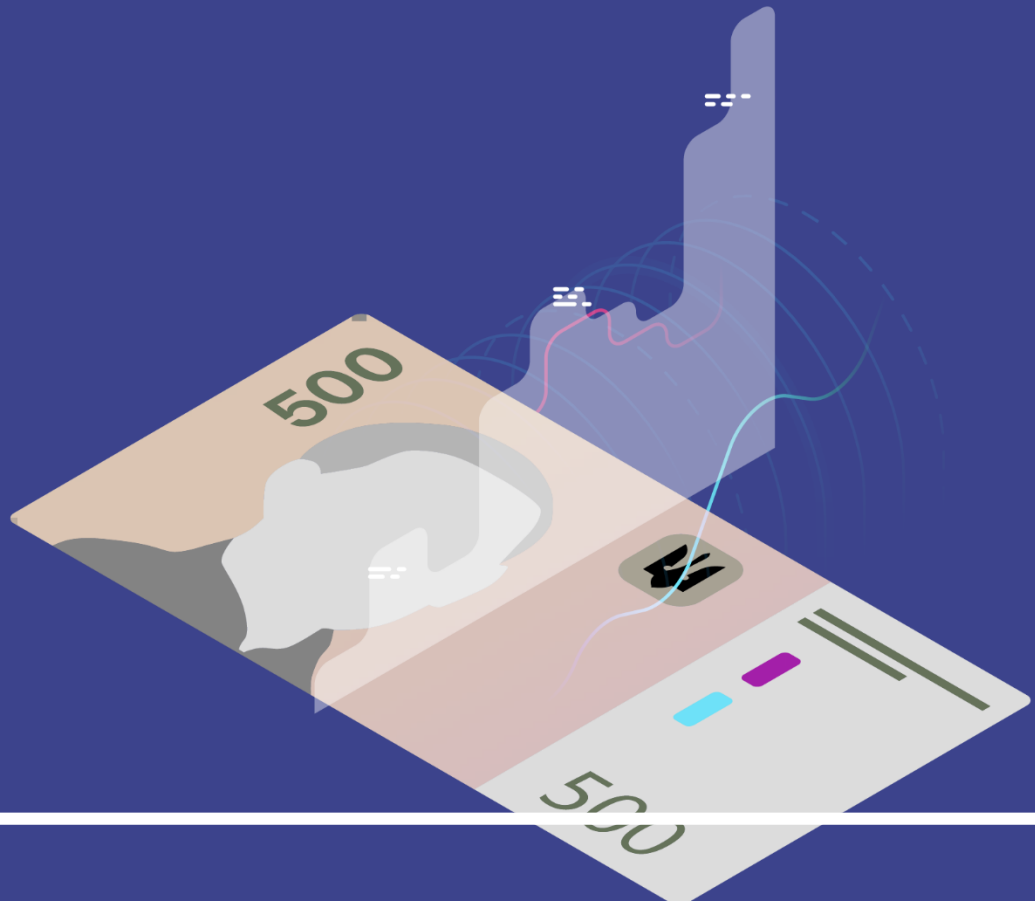


**ОЦІНКА  
ЗОВНІШНЬОЇ  
ФІНАНСОВОЇ ВРАЗЛИВОСТІ  
УКРАЇНИ** станом на 01.01.2020 р.  
та **ДЕСТАБІЛІЗАЦІЙНІ  
ТЕНДЕНЦІЇ** I кварталу 2020 р.





## ЗМІСТ

I. Кризові явища на міжнародних ринках у I кварталі 2020 року ....	3
II. Стан платіжного балансу України та основні складові його динамічних змін.....	8
III. Сфери зовнішньої вразливості та індикатори зовнішньої стійкості України станом на 01.01.2020 р.....	17
IV. Поточний стан і ризики зовнішнього сукупного боргу України ...	22
V. Висновки та пропозиції.....	30

# I. КРИЗОВІ ЯВИЩА НА МІЖНАРОДНИХ РИНКАХ у I кварталі 2020 року

На початку березня на різних сегментах світового фінансового ринку та міжнародних товарних ринках стали проявлятися ознаки дестабілізації, пов'язані із глобальним поширенням коронавірусу, розривом торгівельних зв'язків і падінням цін на сировину. Враховуючи високий ступінь відкритості економіки України, такі процеси миттєво почали впливати на ціни українського імпорту та експорту, а також на вартість залучення іноземного приватного капіталу Урядом і корпоративними позичальниками України.

На думку професора із США К. Райнхарт, вперше після 1930-х рр. світова економіка входить у фазу синхронізованого спаду економіки (як у розвинутих країнах, так і країнах, що розвиваються), зниження світових цін на сировину та розриву торгівельних зв'язків. Соціальне дистанціювання заради збереження людських життів також генерує надвисокі економічні втрати. Країни, що розвиваються, зазнають потрійного шоку – зниження цін на сировині товари, зростання спредів/ відпливу іноземного капіталу та скорочення інвестиційно-кредитних вкладень з боку Китаю. Надзвичайна ситуація у сфері охорони здоров'я та погіршення стану світової економіки з високою вірогідністю запустять маховик фінансової кризи.<sup>1</sup>

Інший американський професор К. Рогофф відзначає, що глобальна рецесія 2020 р. не буде схожою на рецесії 2001 і 2008 років.<sup>2</sup> При закритті економічних кордонів окремих країн, гальмуванні міжнародної торгівлі та руйнуванні глобальних виробничих ланцюгів (що вже має місце під впливом епідемії) драйвером глобальної рецесії стане шокове скорочення пропозиції. Саме це відрізнятиме її від попередніх криз, які розгорталися в умовах шокowego скорочення попиту. Нова глобальна рецесія з високою вірогідністю призведе до виникнення дефіциту товарів, підвищення темпів інфляції та зростання номінальних відсоткових ставок.

---

<sup>1</sup> C. Reinhart. This Time Truly Is Different // Project Syndicate, March 23, 2020.

<sup>2</sup> K. Rogoff. That 1970s Feeling // Project Syndicate, March 2, 2020. - <https://www.project-syndicate.org/commentary/next-global-recession-hits-the-supply-side-by-kenneth-rogoff-2020-03>

Фондовий індекс S&P-500, кошик якого включає 500 найбільших акціонерних компаній США, у період з 2 по 23 березня зменшився на 27,6% і досяг мінімального значення 2237. Але вже за тиждень значення індексу S&P-500 підвищилося до 2627 і в цілому за березень 2020 р. було зафіксовано зниження індексу на 15%. Такі ж песимістичні показники фондового ринку США, як у кінці березня 2020 р., також мали місце у грудні 2018 р. і листопаді 2016 р.

В унісон з фондовими індексами зрілих ринків змінювалися і ринкові котирування акцій з ринків, що формуються. Індекс MSCI EM (розраховує «Morgan Stanley» за цінами акцій 24 країн) з 2 до 23 березня знизився на 25,5%, досягнувши значення 758. В останній тиждень березня значення індексу поступово підвищувалося і кінці місяця становило 832. Загалом за I квартал 2020 року індекс MSCI EM зменшився на 25,4%.

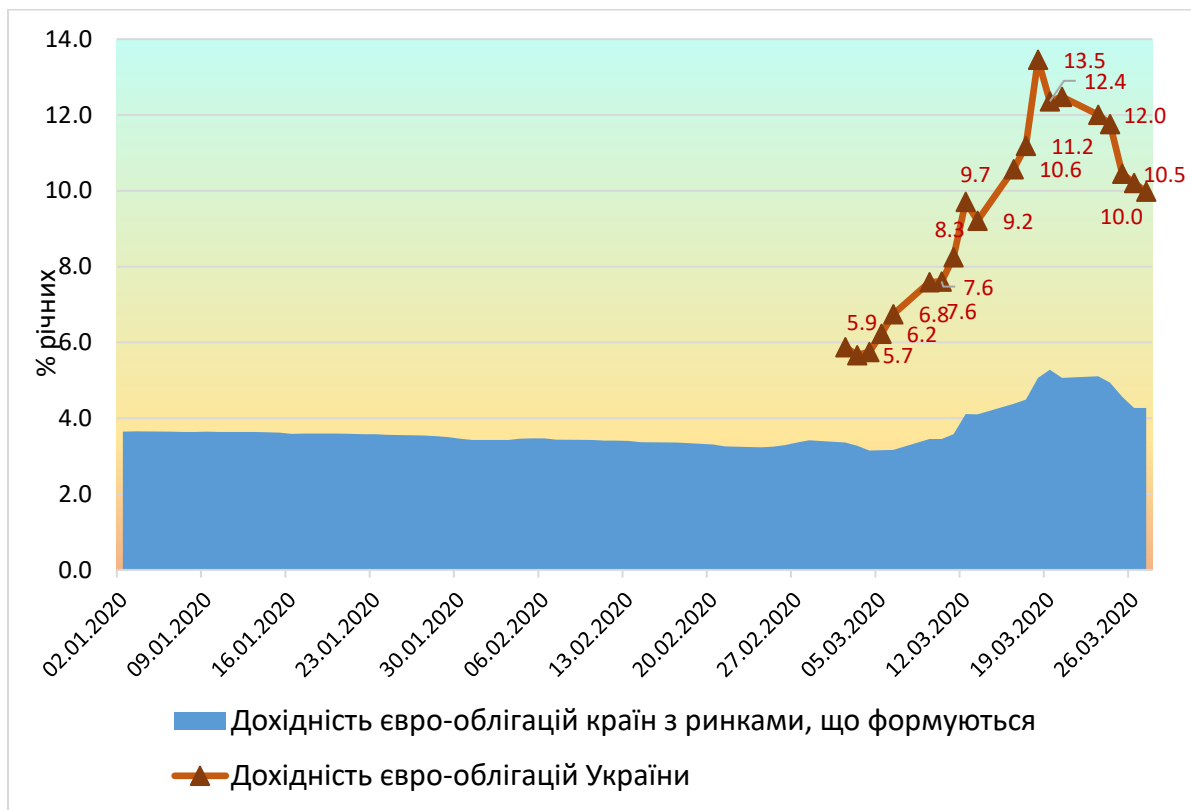
При посиленні турбулентності схильність до ризиків міжнародних інвесторів закономірно знижувалася. Відомий індикатор глобального «апетиту до ризиків» - індекс волатильності VIX (відображає очікування волатильності цін на фінансові активи у наступні 30 днів за ставками опціонів на папери з індексу S&P-500) з 4 до 16 березня підвищився у 2,6 рази і сягнув максимального значення за останні сім років – 82,69. З 16 березня індексу VIX поступово зменшувався і на 31 березня встановився на рівні 56,91. В цілому за I квартал 2020 року індекс VIX засвідчив зменшення глобального «апетиту до ризиків» у 4,6 разу.

В умовах непевності і підвищення ризиків інвестування у фінансові інструменти відбувався частковий перетік міжнародних капіталів у «тихі гавані» - дорогоцінні метали та облігації Казначейства США. Дохідність 10-річних облігацій Казначейства США станом на 30 березня становила 0,70% річних, зменшившись у 2,7 разу з початку 2020 року (1,88% річних). За даними Інституту міжнародних фінансів відтік іноземного капіталу з ринків, що формуються, у період з 21 січня до середини березня 2020 р. становив понад 50 млрд дол. США.<sup>3</sup>

В той же час до кінця березня не спостерігалось (як можна було б очікувати) обвального падіння котирувань цінних паперів емітентів з ринків, що формуються. Це пояснюється тим, що критично низька дохідність фінансових інструментів на зрілих ринках спонукала інвесторів до пошуку більш привабливих інвестиційних альтернатив на інших ринках. Дохідність

<sup>3</sup> Institute for International Finance. Emerging market outflows exceed \$50 bln since outbreak. – <https://www.latinfinance.com/daily-briefs/2020/3/18/emerging-market-outflows-exceed-50-bln-since-outbreak>

суверенних облігацій країн з ринками, що формуються, за даними агенції cbonds, з 2 до 27 березня підвищився з 3,36% до 4,27% або майже на 1/3. Порівняно з дохідністю на початку року досягнутий на кінець березня приріст був ще меншим (зміна дохідності з 3,65% до 4,27%). Однак дохідність суверенних облігацій України зросла майже удвічі, з огляду на низький кредитний рейтинг та швидку переоцінку ризиків кредитування країни – з 5.88% 2 березня до 10,21% 26 березня 2020 р. (рис. 1).



**Рис. 1. Динаміка ринкових відсоткових ставок за суверенними облігаціями України та країн з ринками, що формуються, у січні-березні 2020 року**

*Джерело: складено автором за cbonds.info.*

Найбільш знаковою подією на ринках сировинних товарів стало стрімке зниження цін на нафту, що було наслідком порушення міждержавної координації регулювання нафтовидобутку. Ринкові котирування нафти марки «Brent» з початку березня впали удвічі (з 52,6 дол.) і в кінці березня біржова ціна 1 бар. нафти досягла 25 дол. США. Цілком логічно, що різке зниження цін на нафту та гальмування світової економічної діяльності викликатимуть ланцюгову реакцію цінових змін на ринках інших сировинних товарів.

Глобальні потрясіння передаються на ринки, що формуються, головним чином, за каналами зовнішньої торгівлі та потоків іноземних капіталів. З

досвіду попередніх криз відомо, що основними видами зовнішніх шоків та ефектів «зараження», які можуть переноситися до економік з ринками, що формуються (включаючи українську), є:

- 1) зниження світових цін на експортовані товари,
- 2) економічний спад у торговельних партнерів,
- 3) девальвації національних валют торговельних партнерів,
- 4) скорочення глобальної ліквідності,
- 5) падіння «апетиту до ризиків» міжнародних інвесторів і збільшення фінансових спредів для ринків, що формуються.

На сьогоднішній день вже почали спрацьовувати кілька із названих ефектів «зараження», які в змозі перекинутися на інші сфери. Дуже небезпечним при цьому є накладення міжнародних ефектів «зараження» на попередньо сформовані зони вразливості національної економіки. У такому випадку ефекти «зараження» стають детонаторами фінансової кризи.

З теорії відомо, що будь-яка **криза є результатом поєднання накопиченої внутрішньої вразливості та впливу шоківих факторів - тригерів кризи**. Не секрет, що в останні роки в економіці України сформувалися численні «зони вразливості», які містять у собі значний потенціал для запускання у дію кризових реакцій.

Історично деструктивні ефекти поширення зовнішніх шоків в Україні проявлялися в сферах платіжного балансу, державних фінансів, у банківському секторі та в реальному секторі економіки. Досвід минулих криз показав, що проникнення зовнішніх фінансових шоків генерує такі макро-економічні ефекти в Україні:

- скорочується **приплив іноземного капіталу** за фінансовим рахунком платіжного балансу, зростають виплати за статтею «доходи» та зменшується рівень міжнародних резервів України;
- в умовах непевності та фактичної чи очікуваної девальвації гривні збільшуються масштаби **втечі вітчизняного капіталу**, що негативно впливає на платіжний баланс і стабільність банківської системи;
- на **валютному ринку** зменшується пропозиція іноземної валюти, внаслідок чого НБУ змушений збільшувати валютні інтервенції, що позначається на рівні міжнародних резервів;
- у секторі **державних фінансів** зростають видатки на обслуговування боргу, скорочується дохідна база бюджету, знижується ринковий попит на внутрішні та зовнішні боргові зобов'язання уряду;

- зростання відсоткових ставок на міжнародних ринках ускладнює рефінансування наявних боргів та призводить до підвищення вартості обслуговування боргів, що погіршує ступінь **боргової стійкості**;
- підприємства **реального сектору** (включаючи експортерів) стикаються з проблемами звуження кредитних джерел і скорочення попиту на власну продукцію, що відбивається на рівні економічної активності та показниках експортної діяльності.

У даний час не варто виключати того, що вразливості, накопичені в фінансовому, зовнішньому, фіскальному та реальному секторах економіки, під впливом зовнішніх потрясінь можуть запустити у дію ланцюг кризових подій. При цьому **ключові механізми виникнення кризових явищ в Україні, вірогідно, будуть пов'язані з реверсом потоків іноземного капіталу, скороченням експортних надходжень, втечею внутрішнього капіталу, девальвацією обмінного курсу, наростанням бюджетних розривів, а також зменшенням зобов'язань і капіталу банків.**

За існування значних потреб у рефінансуванні державного і корпоративних боргів підвищення ринкових відсоткових ставок вже закрило доступ українським позичальникам до нового фінансування і актуалізувало проблеми обслуговування наявних боргів. Дефіцит поточного рахунку платіжного балансу України в поєднанні з дефіцитом фінансового рахунку поступово призводить до зниження рівня офіційних валютних резервів. Фінансове здоров'я банківського сектору також під питанням, оскільки банки в останні роки звели до мінімуму кредитування реального сектору економіки і переорієнтували свою діяльність на обслуговування бюджетних потреб Мінфіну і монетарних цілей НБУ.

У даний час **поширення пандемії коронавірусу, наближення світової рецесії, гальмування міжнародної торгівлі та нестабільність світових фінансових ринків актуалізують проблематику комплексної діагностики зовнішньої фінансової вразливості національної економіки**, що створюватиме підґрунтя для розробки виваженого та економічно обґрунтованого плану антикризових заходів.

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

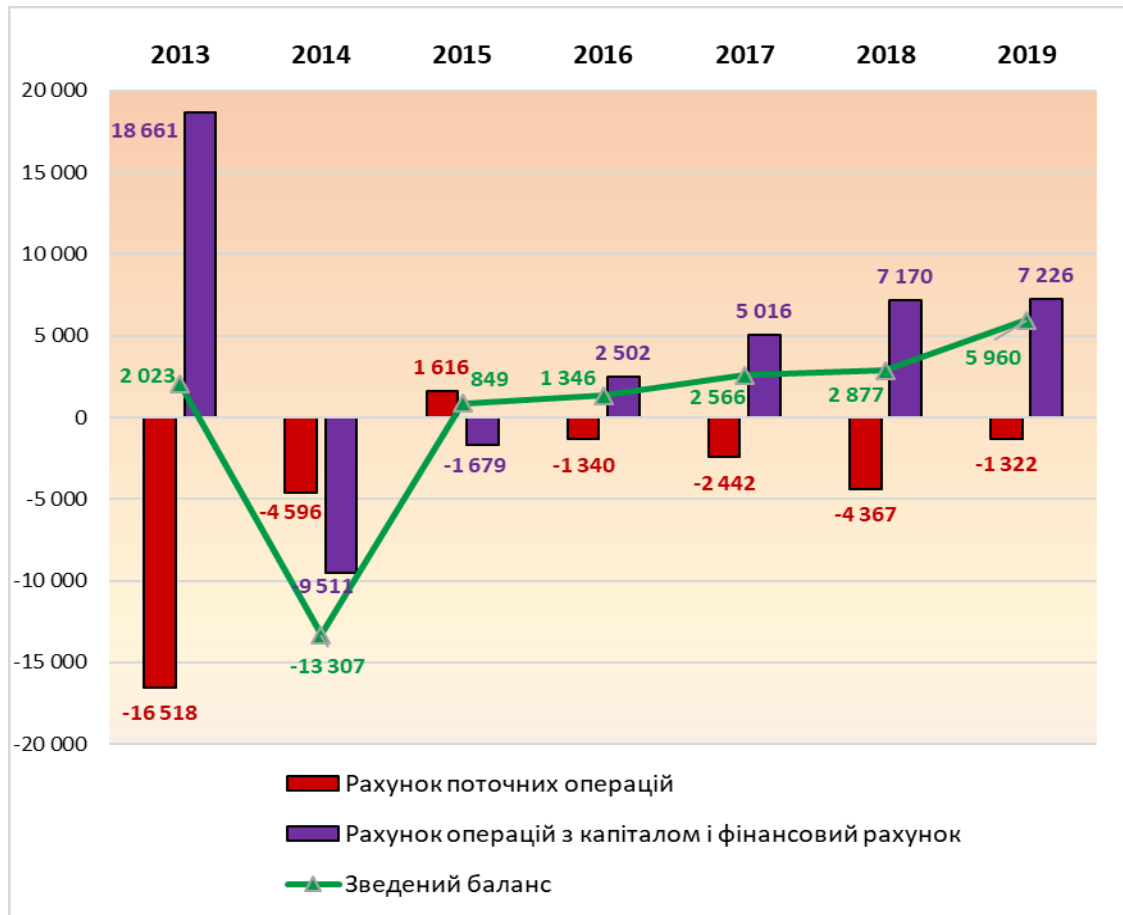
Дефіцит **поточного рахунку** платіжного балансу України, за даними НБУ, в 2019 р. становив 1,3 млрд дол. США, зменшившись у 3,4 рази відносно 2018 р. Якщо із суми дефіциту вирахувати компенсацію, отриману НАК «Нафтогаз України» від «Газпрому», то дефіцит поточного рахунку за 2019 рік становитиме 4.2 млрд дол. США (2.7% від ВВП) порівняно з 4.4 млрд дол. США (3.3% від ВВП) у 2018 році.

Головними компонентами формування негативного сальдо за поточними операціями у 2019 році були:

- дефіцит торговельного балансу, який досяг 12,4 млрд дол. США і збільшився на 1,0 млрд дол. США порівняно з попереднім роком;
- від'ємне сальдо «доходів від інвестицій», яке становило 8,1 млрд дол. США, не зазнавши суттєвих змін порівняно з 2018 роком.

Темпи зростання експорту товарів і послуг (7,2% відносно попереднього року) майже відповідали темпам зростання імпорту (7,5%), що стало чинником утримання суттєвого дефіциту **торговельного балансу** – 12,4 млрд дол. США або 8,1% ВВП. Перманентне наростання дефіциту торговельного балансу, починаючи з 2015 року, вказує на порівняно низьку конкурентоспроможність українських виробників, як на внутрішньому, так і на зовнішньому ринках, а також на постійне погіршення національної конкурентоспроможності.

Надходження від **оплати праці** збільшилися за 2019 рік на 1,4 млрд дол. США (до 12,9 млрд дол.), що пояснювалося збереженням високих темпів трудової міграції з України. Суттєво зросли також **поточні трансферти** – до 6,3 млрд дол. США або на 2,7 млрд, порівняно з 2018 роком. Головним компонентом поточних трансфертів стала компенсація від «Газпрому» на виконання рішення Стокгольмського арбітражу.



**Рис. 2. Агрегати платіжного балансу України 2013-2019 рр.**

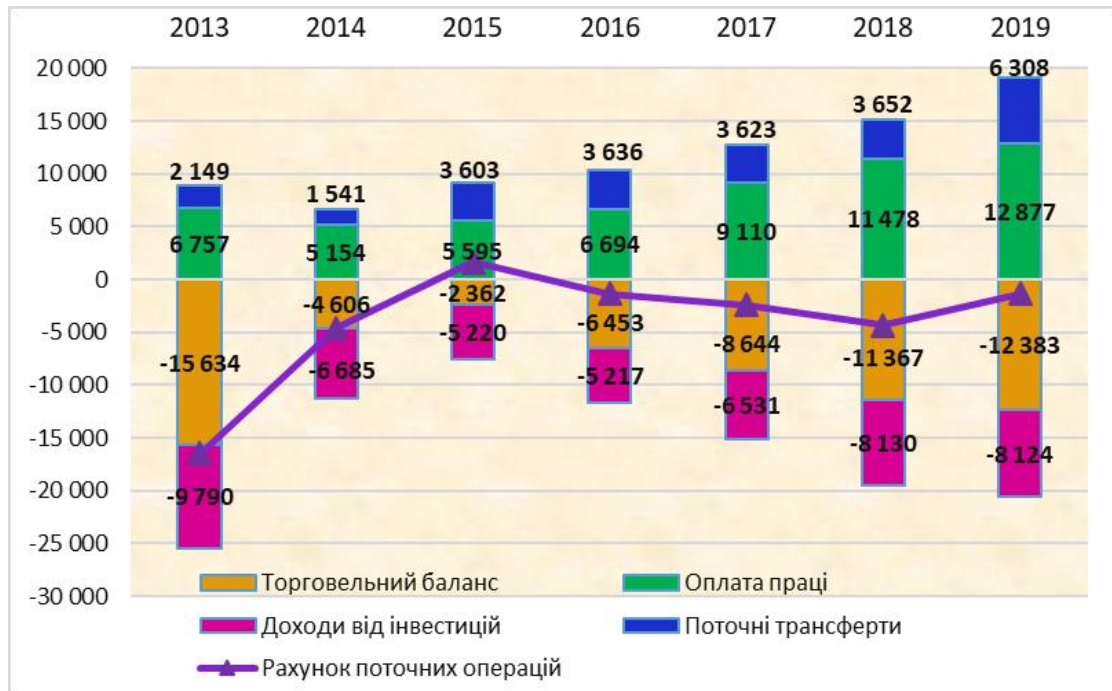
*Джерело:* складено автором за даними НБУ.

Дані рис. 3 вказують на те, що в 2019 році за модулем збільшилися всі компоненти поточного рахунку платіжного балансу (як з додатнім, так і з від'ємним знаком), за виключенням доходів від інвестицій. При цьому загальний баланс поточного рахунку покращився, порівняно з 2016, 2017 та 2018 роками.

У структурі товарного експорту частка сировинних товарів продовжувала зростати: питома вага продовольчих товарів і сировини для їх виробництва, мінеральних продуктів, чорних і кольорових металів досягла 79,2%. 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 характеризуються високою волатильністю, то значним коливанням підлягають і обсяги експортної виручки України. У цих умовах мінливою та непередбачуваною стає динаміка українського ВВП. Такий стан справ впливає на загальну нестабільність платіжного балансу та є одним із чинників періодичного

повторення валютних криз в Україні. Доведений вченими феномен зниження реальних цін на сировинні товари у довгостроковому періоді (гіпотеза Пребіша – Зінгера)<sup>4</sup> також спрацьовує не на користь України. Він означає, що Україна не може розраховувати на високу доходність операцій з експорту сировинної продукції і закріплення сировинної спеціалізації країни гарантує її занурення у стан хронічної бідності.



**Рис. 3. Компоненти поточного рахунку в 2013-2019 рр.**

Джерело: складено автором за даними НБУ.

Всі компоненти сировинного експорту, крім чорних металів та виробів з них, в 2019 році динамічно зростали. Так, експорт продовольчих товарів і сировини для їх виробництва за рік збільшився на 19%. А експорт мінеральних продуктів зріс на 13,5%. В той же час на 12,3% скоротився експорт чорних і кольорових металів, що пояснювалося як ціновою динамікою на міжнародних ринках металів, так і зниженням конкурентоспроможності українських виробників.

Одним із чинників розширення дефіциту торговельного балансу в аналізованому періоді стала номінальна та **реальна ревальвація гривні**. За даними НБУ, **індекс реального ефективного обмінного курсу (РЕОК) гривні за 12 місяців 2019 р. підвищився на 19,1%**. Таким чином, серед

<sup>4</sup> Arezki, Rabah, Hadri, Kaddour, Loungani, Prakash, Rao, Yao. (2013). Testing the Prebisch-Singer Hypothesis since 1650: Evidence from Panel Techniques that Allow for Multiple Breaks. *IMF Working Paper*, August.

**93 країн, які розраховують РЕОК власних валют, Україна посіла II місце в світі за темпами ревальвації.** На I місці знаходиться Іран (країна із закритою економікою), а на останньому місці - Чилі. У цілому серед 93 країн світу підвищення РЕОК/ реальна ревальвація нацвалют у 2019 р. відбулася тільки у 32 країнах, а в 61 країні було зафіксовано реальну девальвацію.



**Рис. 4. Фактична зміна РЕОК гривні та граничний показник у ЄС в рамках МІР за 3-річний період.**

*Джерело: складено автором за даними НБУ.*

З огляду на повільні темпи економічного зростання та підвищення продуктивності праці в Україні, ревальвація національної валюти на 19,1% тільки за один рік є необґрунтованою та економічно деструктивною.

Якщо розглядати ситуацію в інших країнах, то у ЄС в рамках діагностики макроекономічних дисбалансів (Macroeconomic Imbalances Procedure) моніторингу підлягають 14 основних і 28 додаткових індикаторів внутрішніх дисбалансів, зовнішніх дисбалансів і ринку праці. Одним із таких індикаторів є кумулятивна зміна РЕОК національної валюти за 3-річний період. Небезпечним показником, що підриває національну конкурентоспроможність, вважається ревальвація РЕОК з темпом понад

11% за три роки.<sup>5</sup> Україна, як бачимо, майже втричі перевищила вказаний граничний показник – з 2017 до 2019 рр. – РЕОК гривні зміцнився на 31,8%.

**Найбільш вагомим негативним наслідком ревальвації гривні стало зниження цінової конкурентоспроможності українських виробників, внаслідок чого уповільнилися темпи зростання експорту і підвищилася схильність до споживчого імпорту.**

Такі процеси мали своїм наслідком, як нарощування дефіциту торговельного балансу, так і пригнічення економічної діяльності в Україні. Приріст реального ВВП зменшився з 4,6% у II кварталі 2019 р. і 4,1% у III кварталі до 1,5% у IV кварталі 2019 р. Особливо чутливими до змін обмінного курсу були виробники, які постачають продукцію на експорт і зазнають суттєвого тиску з боку імпорту на внутрішньому ринку. Це стосується багатьох видів промислової продукції, виробництво якої за 2019 рік зменшилося на 0,5%, а в січні 2020 р. – ще на 8,4%.

З іншого боку, здешевлення імпортової продукції та підвищення реальних доходів населення при ревальвації гривні стали чинниками розширення внутрішнього попиту. Але за нееластичної пропозиції на внутрішньому ринку значна частина приросту споживчого попиту була абсорбована додатковим імпортом. Так, імпорт товарів в Україну, за виключенням імпорту мінеральних продуктів, у 2019 р. збільшився на 11,7% при зростанні експорту товарів на 6,4%.

Суттєвим компонентом поточного рахунку є **надходження від оплати праці**, які за 2019 р. досягли 12,9 млрд дол. США і збільшилися за рік на 1,4 млрд дол. або на 12,2% порівняно з 2018 роком. **Грошові перекази трудових мігрантів позитивно впливали на економічний розвиток України за каналами споживчих та інвестиційних витрат і негативно - за каналом зменшення пропозиції робочої сили. Причому, позитивний вплив грошових переказів мігрантів реалізується переважно у коротко- і середньостроковому періодах, а негативний – у середньо- і довгостроковому періодах.**

У попередньому випуску «Оцінки зовнішньої фінансової вразливості України» ми показали, що позитивний вплив грошових переказів реалізується таким чином:

---

<sup>5</sup> Eurostat. Macroeconomic Imbalance Procedure. – Retrieved from: <https://ec.europa.eu/eurostat/web/macroeconomic-imbalance-procedure/indicators>

- збільшення обсягів споживання продовольчих товарів, одягу, деяких послуг, а також придбання житла, що впливає на обсяги виробництва у відповідних секторах економіки, і за мультиплікаційними ефектами поширюється на інші сектори;
- підвищення якості людського капіталу і зростання продуктивності праці в тривалій перспективі, внаслідок спрямування грошових переказів на придбання освітніх і медичних послуг;
- підвищення рівня заощаджень та інвестицій в економіці (внаслідок накопичення коштів домогосподарствами-реципієнтами грошових переказів);
- фінансування додаткових інвестицій у країнах з нерозвиненими фінансовими системами, в яких грошові перекази частково спрямовуються на розвиток малого бізнесу.

Позитивний (стимулюючий) вплив надходження значних сум грошових переказів до економіки показано у роботах С. Мім і М. Алі,<sup>6</sup> С. Нсія і Б. Фаїсса,<sup>7</sup> Д. Дріди, М. Барі та ін.<sup>8</sup>, А. Курей<sup>9</sup>, С. Гупта, К. Патілло та ін.<sup>10</sup>

Надалі проаналізуємо основні тенденції транскордонного руху капіталів до України. **Чистий приплив коштів за фінансовим рахунком** і рахунком капіталу платіжного балансу України в 2019 р. становив 7,0 млрд дол. США, залишившись на рівні попереднього року (див. рис. 2). При цьому основними складовими нетто-припливу іноземного капіталу до України в 2019 р. стали:

- а) портфельні інвестиції до сектору державного управління – 4,2 млрд дол. США (збільшення припливу на 2,2 млрд дол. порівняно з 2018 роком);
- б) торговельні кредити нефінансовим корпораціям – 2,4 млрд дол. США (збільшення кредитування на 1,3 млрд дол. США);
- в) прямі іноземні інвестиції (ПІІ) – 2,4 млрд дол. США (на рівні попереднього року);

<sup>6</sup> Mim, S. B. and Ali, M. S. B. (2012). Through which channels can remittances spur economic growth in MENA countries? *Economics-The Open-Access, Open-Assessment E-Journal*, 6, 1–27.

<sup>7</sup> Nsiah, C. and Fayissa, B. (2013). Remittances and economic growth in Africa, Asia, and Latin American-Caribbean countries: A panel unit root and panel cointegration analysis. *Journal of Economics and Finance*, 37 (3), 424–441.

<sup>8</sup> IMF Working Paper. The Impact of Remittances on Economic Activity: The Importance of Sectoral Linkages / J. Dridi, T. Gursoy, H. Perez-Saiz and M. Bari - August 2019.

<sup>9</sup> Cooray, A. (2012). The impact of migrant remittances on economic growth: Evidence from South Asia // *Review of International Economics*, 20 (5), 985–998.

<sup>10</sup> Gupta, S., Pattillo, C. A. and Wagh, S. (2009). Effect of remittances on poverty and financial development in Sub-Saharan Africa. *World development*, 37 (1), 104–115.

г) портфельні інвестиції до сектору нефінансових корпорацій – 2,1 млрд дол. США (майже з нульового рівня у 2018 р.).

Слабка динаміка ПІІ в Україні за наявності хронічного дефіциту поточного рахунку є фактором посилення нестійкості платіжного балансу країни. Адже, зазвичай ПІІ є найбільш стабільним і надійним джерелом фінансування зовнішніх дефіцитів, а їх заміщення іноземними позиками чи портфельними інвестиціями підвищує ризики ліквідності та платоспроможності для реципієнтів, а також валютні ризики та ризики рефінансування боргу.

**Сектор нефінансових корпорацій** став головним реципієнтом іноземного капіталу в міжсекторному вимірі: його зовнішні зобов'язання зросли за рік на 8,3 млрд дол. Найбільш вагомими статтями залучення іноземного капіталу українськими корпораціями стали торгівельні кредити (2,4 млрд дол.), портфельні інвестиції в боргові цінні папери (2,1 млрд дол.) і прямі іноземні інвестиції (2,4 млрд дол. США).

Сальдо чистого припливу коштів до сектору нефінансових корпорацій було помітно нижчим (5,4 млрд дол. США) від приросту його зовнішніх зобов'язань (8,3 млрд дол.). Така ситуація відображала інтенсивне накопичення нефінансовими корпораціями та домогосподарствами зовнішніх активів, зокрема, готівкової валюти поза банками - 2,6 млрд дол. Порівняно з минулим роком накопичення готівкової валюти поза банками збільшилося на 0,2 млрд дол. США.

**Сектор державного управління** став другим за величиною іноземним позичальником. Приріст зовнішніх зобов'язань цього сектору за 2019 р. становив 5,2 млрд дол. США, в той час як за 2018 р. – 2,9 млрд дол. При цьому 80,8% надходження іноземного капіталу до цього сектору забезпечили портфельні інвестори, нетто-вкладення яких за 2019 р. досягли 4,2 млрд дол. США (2,0 млрд дол. у 2018 р.) Зовнішні кредити нерезидентів Уряду України за 2019 р. становили 1,0 млрд дол. США (0,9 млрд у попередньому році).

Нетто-кредитором решти світу виступав **банківський сектор** України, чистий відплив коштів для якого досяг величини 3,6 млрд дол. США (порівняно з 0,9 млрд дол. припливу коштів у 2018 р.). Скорочення зовнішніх зобов'язань банків у поточному році поєднувалося із вагомим приростом зовнішніх активів – 3,2 млрд дол. США. Серед зовнішніх активів найбільш помітною статтею відпливу коштів у банківському секторі стали

валюта і депозити, вкладення в які досягли 2,8 млрд дол. США (-0,3 млрд дол. у 2018 р.).

Значний приріст зовнішніх зобов'язань резидентів України частково нівелювався приростом **зовнішніх активів** за статтею «інші інвестиції» в сумі 6,0 млрд дол. США (2,0 млрд дол. у 2018 р.). Найбільш вагомими компонентами приросту зовнішніх активів резидентів України стали:

а) вкладення в іноземну валюту поза банками з боку домогосподарств і нефінансових корпорацій – 2,6 млрд. дол. США;

б) вкладення банків-резидентів України в іноземну валюту та депозити в установах-нерезидентах – 2,8 млрд. дол. США;

в) прямі закордонні інвестиції українських нефінансових корпорацій – 0,6 млрд дол. США;

г) інвестиції банків-резидентів у боргові цінні папери нерезидентів – 0,4 млрд дол. США.

Таким чином, **лібералізація руху капіталу, що розпочалася із введенням у дію Закону «Про валюту і валютні операції» в лютому 2019 р., мала своїм наслідком збільшення відпливу капіталу резидентів утричі: з 2 млрд дол. США у 2018 до 6 млрд дол. у 2019 році.** Така ситуація небезпечна тим, що при реалізації шоків платіжного балансу, які викликатимуть зворотній рух іноземного капіталу, хронічний відплив вітчизняного капіталу стане чинником розбалансування зовнішньо-економічних потоків. Це, у свою чергу, може запустити ланцюгову реакцію кризи, або ж зробить її перебіг більш тривалим і руйнівним.

Загалом стан фінансового рахунку платіжного балансу в 2019 р. відображав процеси **нарощування зовнішніх активів суб'єктами приватного сектору економіки, інтенсифікацію припливу іноземних портфельних інвестицій до державного сектору, нарощування обсягу торговельних кредитів і портфельних інвестицій до нефінансових корпорацій, а також повільне надходження прямих іноземних інвестицій в Україну.**

**Зведене сальдо платіжного балансу** за аналітичною формою представлення у 2019 р. було додатнім і становило 6,0 млрд дол. США, в той час як у 2018 р. – 2,9 млрд дол. США (рис. 2). Позитивне сальдо платіжного балансу стало джерелом фінансування погашення кредитів МВФ на суму 1,6 млрд дол. і приросту міжнародних резервів України на суму 4,4 млрд дол. США.

Отже, у 2019 році в сфері платіжного балансу України спостерігалися такі **негативні явища і процеси тривалого характеру**, які гальмували розвиток національної економіки та погіршували перспективи збереження зовнішньої стійкості:

- **нарощування дефіциту торгівельного балансу та збереження дефіциту поточного рахунку**, які вимагають постійного залучення іноземного капіталу для їх фінансування;
- **незначні обсяги надходження прямих іноземних інвестицій до корпоративного сектору**, що визначало нестійкий характер зовнішнього фінансування дефіциту поточного рахунку;
- **залучення суттєвих обсягів боргового капіталу до секторів державного управління і нефінансових корпорацій**, які виступали чинниками їх високої боргової залежності.

В той же час у поточному періоді проявилися **нові явища і тенденції**, які посилювали ступінь зовнішньої вразливості економіки, а саме:

- **надходження на ринок внутрішніх облігацій значних обсягів іноземних портфельних інвестицій**, які генерують високі валютні ризики і ризики рефінансування державного боргу;
- **трикратне збільшення приросту зовнішніх активів резидентами України** після лібералізації системи валютного регулювання відповідно до положень закону «Про валюту і валютні операції».

### III. СФЕРИ ЗОВНІШНЬОЇ ВРАЗЛИВОСТІ ТА ІНДИКАТОРИ ЗОВНІШНЬОЇ СТІЙКОСТІ УКРАЇНИ станом на 01.01.2020 р.

Динаміка індикаторів зовнішньої стійкості за підсумками 2019 р. засвідчила покращення показників, як міжнародної ліквідності України, так і зовнішньої платоспроможності. Дефіцити поточного рахунку платіжного балансу та чистої міжнародної інвестиційної позиції України мали доволі оптимістичні значення (були мінімальними для періоду 2013-2019 рр.). Однак, Україна все ще не задовольняла половину з відомих критеріїв адекватності міжнародних резервів, як і більшість індикаторів зовнішньо-боргової стійкості. Поряд з цим, зміцнення реального ефективного обмінного курсу (РЕОК) гривні на 31,8% за три роки вийшло за всі розумні межі і суттєво погіршило конкурентоспроможність українських виробників.

У таблиці 1 наведено динаміку індикаторів зовнішньої стійкості України в 2013-2019 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.

За результатами проведеного аналізу ми встановили, що на кінець грудня 2019 року **серед 12 індикаторів зовнішньої стійкості 3 з них: міжнародні резерви у % до грошової маси, 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). Помірний рівень ризиків відображали 2 індикатори відношення валового зовнішнього боргу до експорту і міжнародні резерви у місяцях фактичного імпорту (жовтий колір у таблиці). За 7-ма іншими індикаторами ступінь ризикованості було оцінено як дуже високий (червоний колір у таблиці). Йдеться про розмір валового зовнішнього боргу відносно ВВП, короткострокового зовнішнього боргу, обсягу боргових виплат, рівня міжнародних резервів за 2-ма критеріями і динаміки обмінного курсу гривні.

Таблиця 1

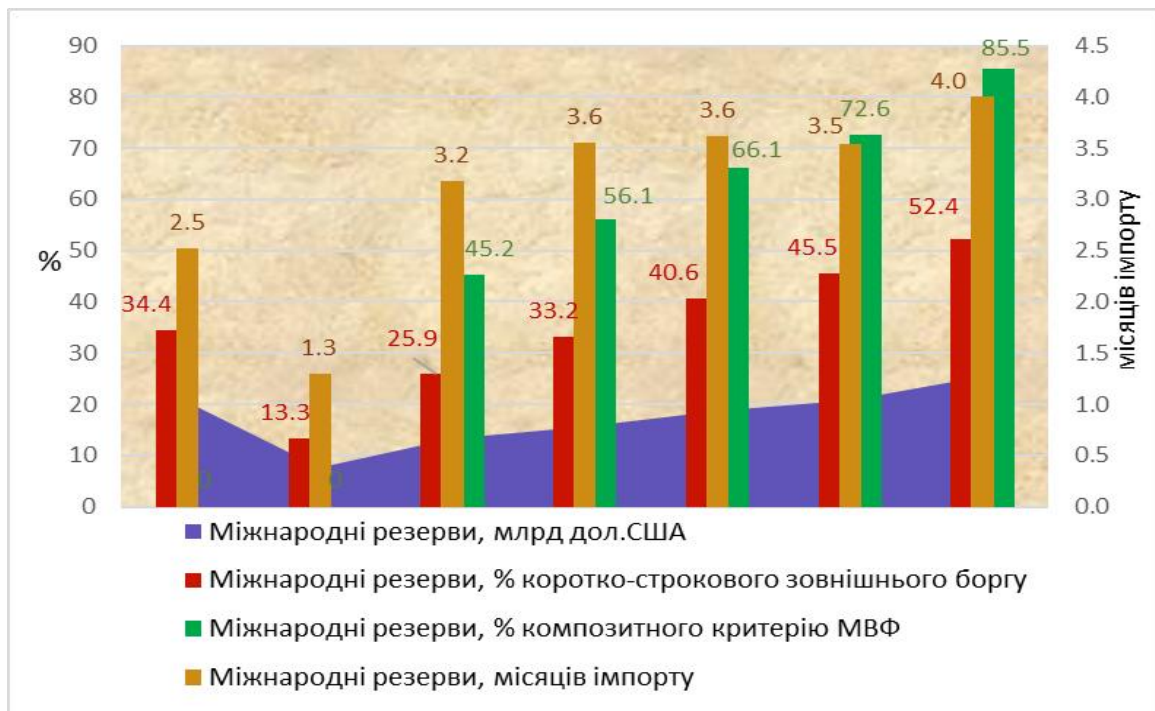
**Індикатори зовнішньої стійкості України та їх граничні значення**

	Індикатори	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Граничні значення*
1	Валовий зовнішній борг, % експорту товарів і послуг	173.9	193.0	248.0	246.9	216.8	194.4	192.0	200
2	Валовий зовнішній борг, % ВВП	78.1	94.6	130.4	121.8	102.9	89.9	79.2	60
3	Короткостроковий борг, % валового зовнішнього боргу	41.7	44.8	43.3	41.6	40.2	39.9	39.7	20
4	Короткостроковий зовнішній борг, % експорту товарів і послуг	72.6	86.5	107.3	101.9	86.2	77.5	76.2	40
5	Зовнішньоборгові виплати, % експорту товарів і послуг	42.4	27.8	58.3	*	65.0	56.7	54.4	25
6	Міжнародні резерви, % коротко-строкового зовнішнього боргу	34.4	13.3	25.9	33.2	40.6	45.5	52.4	100
7	Міжнародні резерви, % композитного критерію МВФ	*	*	45.2	56.1	66.1	72.6	85.5	100
8	Міжнародні резерви, місяців імпорту	2.5	1.3	3.2	3.6	3.6	3.5	4.0	3.8
9	Міжнародні резерви, % широкої грошової маси	18.0	12.4	32.1	38.3	43.7	45.1	41.7	20
10	Сальдо поточного рахунку, % ВВП	-9.1	-3.4	1.8	-1.4	-2.2	-3.6	-0.9	-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	±11
12	Чиста міжнародна інвестиційна позиція, % ВВП	-36.8	-40.1	-41.7	-37.1	-24.1	-16.8	-13.5	-35

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

При порівнянні значень індикаторів зовнішньої стійкості на кінець 2019 року з їх значеннями в 2017-2018 рр. помітним є факт **покращення всіх індикаторів зовнішнього боргу, трьох індикаторів адекватності резервів і двох індикаторів зовнішніх балансів** (сальдо поточного рахунку та чистої міжнародної інвестиційної позиції). Зокрема, відношення зовнішнього сукупного боргу до експорту товарів і послуг зменшилося з 216,8% у 2017 р. до 192% у 2019 р., а відношення зовнішнього боргу до ВВП за вказаний період – із 102,9% до 79,2%. Покращення відносних показників зовнішнього боргу при зростанні його абсолютного обсягу пояснюється збільшенням доларової величини ВВП України: із 112,2 млрд дол. у 2017 р. і 127,7 млрд дол. у 2018 до 153,8 млрд. дол. США у 2019 році. Негативне сальдо чистої міжнародної інвестиційної позиції України зменшилося з 16,8% ВВП у 2018 р. до 13,5% ВВП у 2019 р. Це означає, що резиденти України в цілому залишалися нетто-боржниками решти світу, однак підвищувався ступінь покриття наявних зовнішніх зобов'язань резидентів їх зовнішніми активами.

Таким чином, за 7-ми з 12-ти індикаторів зовнішньої фінансової вразливості ризику порушення зовнішньої стійкості оцінювалися як **доволі високі**, що пов'язувалося з високими обсягами зовнішніх зобов'язань і недостатнім рівнем міжнародних резервів.

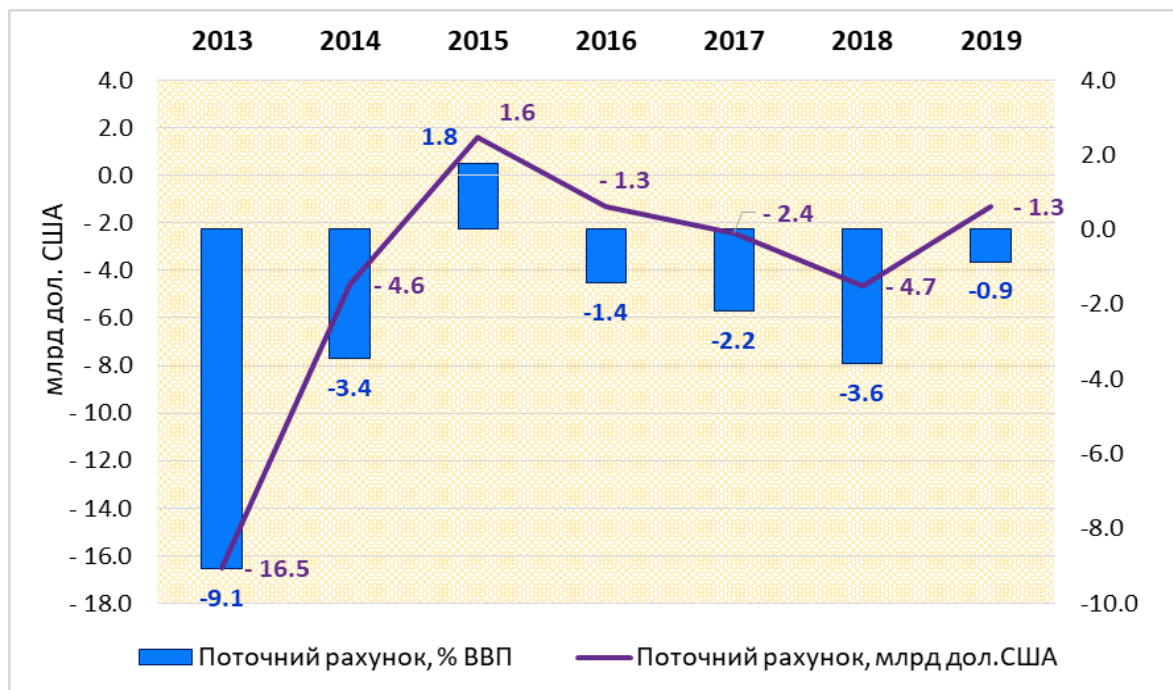


**Рис. 5. Показники міжнародних резервів України в 2013-2019 роках**

*Джерело: власні розрахунки за даними НБУ.*

За 2019 р. абсолютний обсяг міжнародних резервів збільшився на 4,5 млрд дол. США або на 17,7%. Покращилися також 3 з 4-х відносних показників адекватності міжнародних резервів. Однак, **базові показники адекватності валютних резервів** – у % до короткострокового зовнішнього боргу та у % до нормативу МВФ – у 2019 році залишалися на незадовільному рівні.

Співвідношення міжнародних резервів і короткострокового зовнішнього боргу впродовж 2017-2019 рр. підвищилося з 40,6% до 52,4% при гранично допустимому значенні в 100%. Величина резервів у місяцях імпорту також збільшилася із 3,6 до 4 місяців (див. рис. 5). Фактичний обсяг міжнародних резервів України в кінці 2019 р. перебував на рівні 85,5% композитного критерію адекватності резервів МВФ, відстаючи на 14,5% від нормативного значення. При цьому за два роки даний показник адекватності резервів покращився майже на 20 в.п. Композитний критерій МВФ передбачає достатність резервів у випадку еквівалентності їх розміру 30% короткострокового зовнішнього боргу, 15% інших довгострокових зовнішніх зобов'язань резидентів, 5% експорту і 5% широких грошей.



**Рис. 6. Сальдо поточного рахунку в абсолютному і відносному вимірах в 2013-2019 роках**

Джерело: власні розрахунки за даними НБУ і Держстату України.

**Дефіцит поточного рахунку** платіжного балансу (0,9% від ВВП) в 2019 р. досяг мінімального значення після 2015 р. Але без урахування разової

компенсації від «Газпрому» дефіцит поточного рахунку 2019 р. мав би становити 2,7% від ВВП, наближаючись до граничного рівня. Низька конкурентоспроможність українських виробників і брак позитивних структурних змін в економіці обмежували темпи зростання експорту та сприяли консервації дефіциту поточного рахунку. З іншого боку, дефіцит не був надмірним, у зв'язку із проведенням рестриктивної монетарної політики Національним банком і жорсткої фіскальної політики Урядом. **Стримуюча макроекономічна політика визначала утримання внутрішнього попиту на мінімальному рівні: величина внутрішньої абсорбції лише незначною мірою перевищувала обсяги внутрішнього виробництва, внаслідок чого дефіцит поточного рахунку був незначним.**

Отже, в 2019 році зменшення відносних показників зовнішнього боргу, скорочення дефіциту поточного рахунку та підвищення рівня міжнародних резервів указували на деяке зменшення зовнішньої фінансової вразливості економіки України. Однак, станом на початок 2020 року **за більшістю індикаторів зовнішньої стійкості ризику кризового сценарію оцінювалися як доволі високі.** Такі ризики були пов'язані з:

- низьким рівнем **міжнародної ліквідності країни** (обсяг міжнародних резервів становив 52,4% короткострокового зовнішнього боргу та 85,5% композитного критерію МВФ),
- значними обсягами **зовнішніх боргових зобов'язань** (на рівні 79,2% ВВП і 192% експорту) при збереженні високих ризиків рефінансування державного і корпоративного боргу,
- високими **потребами в зовнішньому фінансуванні** для рефінансування виплат за зовнішнім боргом (короткостроковий зовнішній борг за залишковим терміном погашення досяг 48,3 млрд дол. США),
- тривалим і масштабним **дефіцитом торгівельного балансу** (який у 2019 р. сягнув 12,4 млрд дол. США і став максимальним за останні 6 років) та збереженням дефіциту поточного рахунку,
- аномальним **зміцненням РЕОК гривні** на 19,1% за рік (31,8% кумулятивно за три роки), що негативно впливало на конкурентоспроможність українських виробників і визначало збільшення торгівельного дефіциту.

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

Розмір зовнішнього сукупного боргу є важливим індикатором міцності фінансової системи. А тому аналіз його обсягу і структури, оцінка ризиків, генерованих високим розміром боргового навантаження, і пошук шляхів оптимізації боргових процесів є вагомими складовими комплексної системи моніторингу макроекономічного становища України та реагування на кризові виклики.

Високий рівень зовнішнього боргу підвищує вразливість національної економіки до впливу зовнішніх шоків – підвищення відсоткових ставок, зниження цін на експортовані товари, падіння темпів економічного зростання у країнах –партнерах, ін. Крім того, надмірний рівень боргового навантаження наражає державні і корпоративні фінанси на вплив ризиків рефінансування боргу, які можуть запустити в дію кризовий сценарій при погіршенні кон'юнктури ринку міжнародного капіталів. Відомо також, що зовнішні запозичення держави і корпоративних структур генерують системні ризики, які можуть стати осередками розгортання кризових явищ у випадку дії шокових факторів.

**Зовнішній сукупний борг України** станом на 2019 р. становив 121,7 млрд дол. США, збільшившись на 7,0 млрд дол. за 2019 рік і на 1,8 млрд дол. за IV квартал 2019 р. (див. табл. 2). У номінальному вираженні обсяг зовнішнього боргу усіх секторів економіки досяг середньорічного показника 2015 року. На відміну від періоду 2016-2018 рр., коли зовнішній борг знижувався чи зростав з дуже повільними темпами, 2019 рік став роком зовнішньо-боргової експансії: боргові зобов'язання резидентів України збільшилися на 7 млрд дол. або на 6,1%.

У 2019 році зростали зовнішні боргові зобов'язання сектору загального державного управління (на 4,4 млрд дол. США), а також нефінансових підприємств і домогосподарств (на 3,2 млрд дол. США). У той же час скорочувалися зобов'язання банків і органів грошово-кредитного

регулювання. Зокрема, зовнішні боргові зобов'язання банків зменшилися на 1,0 млрд дол., а зобов'язання органів грошово-кредитного регулювання на 0,6 млрд дол. (рис. 7). Основною складовою скорочення зовнішнього боргу банків стали боргові цінні папери (0,8 млрд дол. США).

Таблица 2

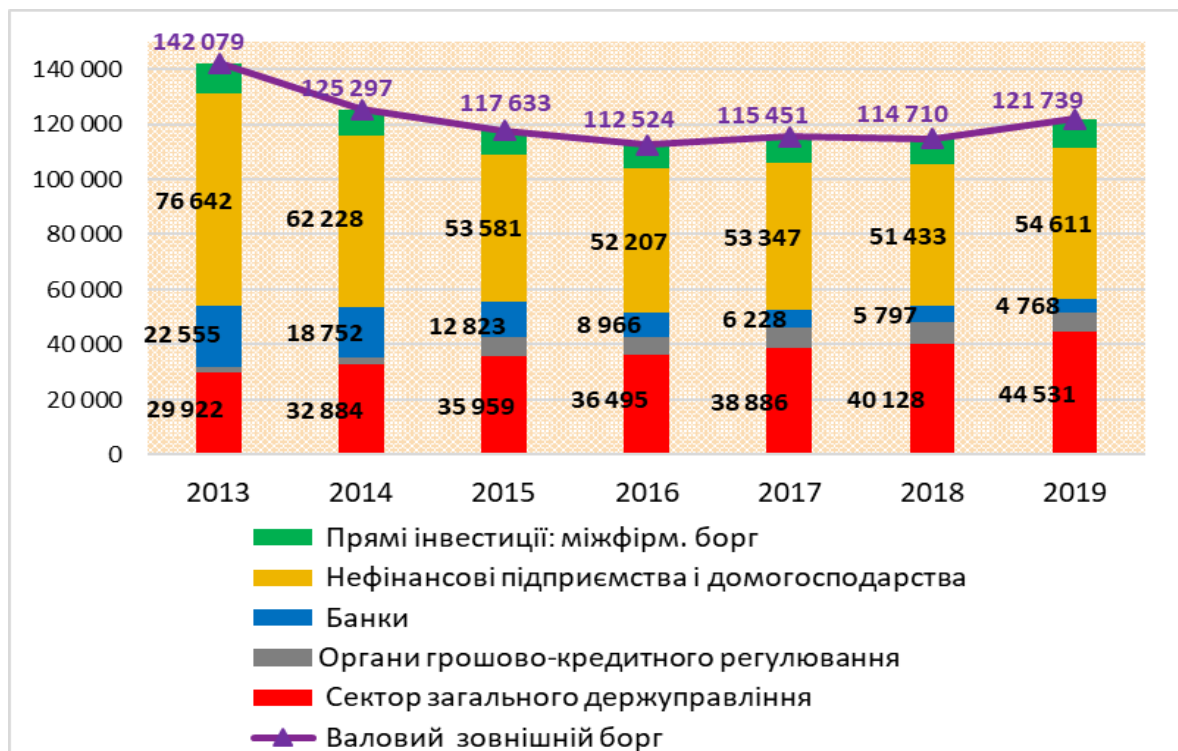
**Зовнішній борг України, млн. дол. США**

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<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>
<i>Довгострокові</i>	29 922	32 878	35 959	36 495	38 886	40 123	44 276
Розподіл СПЗ	19 386	19 334	1 702	1 651	1 749	1 708	1 698
Боргові цінні папери	8 639	11 765	18 838	19 479	20 859	22 884	27 178
Кредити	1 897	1 779	15 419	15 365	16 278	15 531	15 400
<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>
<i>Довгострокові</i>	1 775	2 176	5 407	6 242	7 438	7 938	7 303
Кредити	1 649	2 058	5 329	6 133	7 322	7 825	7 190
<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>
<i>Короткострокові</i>	5 438	5 301	4 121	3 657	2 009	1 231	1 162
Кредити	3 654	3 982	236	175	131	30	28
Валюта і депозити	1 778	1 254	3 885	3 477	1 878	1 201	1 134
<i>Довгострокові</i>	17 117	13 451	8 702	5 309	4 219	4 566	3 606
Валюта і депозити	5 082	4 365	3 752	1 673	462	513	383
Боргові цінні папери	9 629	7 971	3 490	2 854	2 753	2 841	2 071
Кредити	2 406	1 115	1 460	782	1 004	1 212	1 152
<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>
<i>Короткострокові</i>	29 337	15 036	11 571	12 362	15 124	13 809	14 819
Торгові кредити	22 526	14 041	10 837	11 451	13 839	12 327	1522
<i>Довгострокові</i>	47 305	47 192	42 010	39 845	38 223	37 624	39 792
Боргові цінні папери	6 221	3 654	1 559	1 512	1 813	1 819	3 893
Кредити	39 872	41 724	38 452	36 520	35 235	35 712	35 692
Торгові кредити	1 212	1 814	1 999	1 813	1 175	93	207
<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>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>

Джерело: дані НБУ.

Зовнішній борг сектору загального державного управління збільшився за каналом боргових цінних паперів (на 4,2 млрд дол.) та інструментів грошового ринку (на 0,3 млрд дол.) А ключовими компонентами приросту

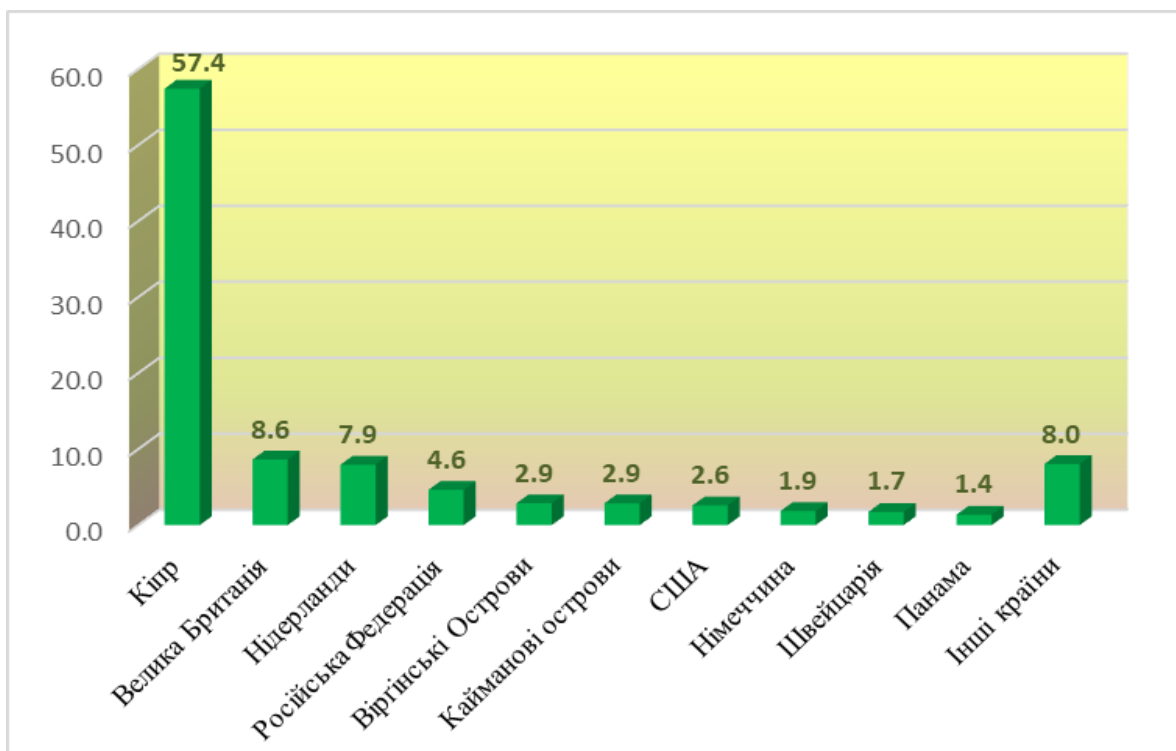
зовнішнього боргу підприємств і домогосподарств стали боргові цінні папери (1,6 млрд дол.) і торгівельні кредити (1,0 млрд дол.).



**Рис. 7. Зовнішній борг України в розрізі секторів економіки**

*Джерело: дані НБУ.*

Із загальної суми зовнішнього сукупного боргу України 121,7 млрд дол. США 18,5% (22,5 млрд. дол.) припадає на **прострочену заборгованість** за негарантованими кредитами **реального сектору** економіки. Сума простроченого боргу за останні 5 років збільшилася на 14 млрд дол. США, що демонструє як низький рівень платоспроможності українських підприємств-позичальників, так і неринковий характер кредитних відносин цих підприємств з їх зовнішніми кредиторами. Значна частина українських підприємств, які отримали кредити від нерезидентів (що, вірогідно, належать тому ж власнику), використовують прострочені кредити як своєрідний спосіб захисту майна боржника від незаконного захоплення в Україні або як спосіб мінімізації податкових зобов'язань. Такий висновок підтверджують дані рис. 8 щодо географічної структури країн-кредиторів українських підприємств. Як свідчать представлені дані, 80% суми прострочених кредитів припадає на Кіпр, Великобританію, Нідерланди, Віргінські та Кайманові острови.



**Рис. 8. Частка країн-кредиторів у структурі зовнішньої простроченої заборгованості нефінансових підприємств України, %**

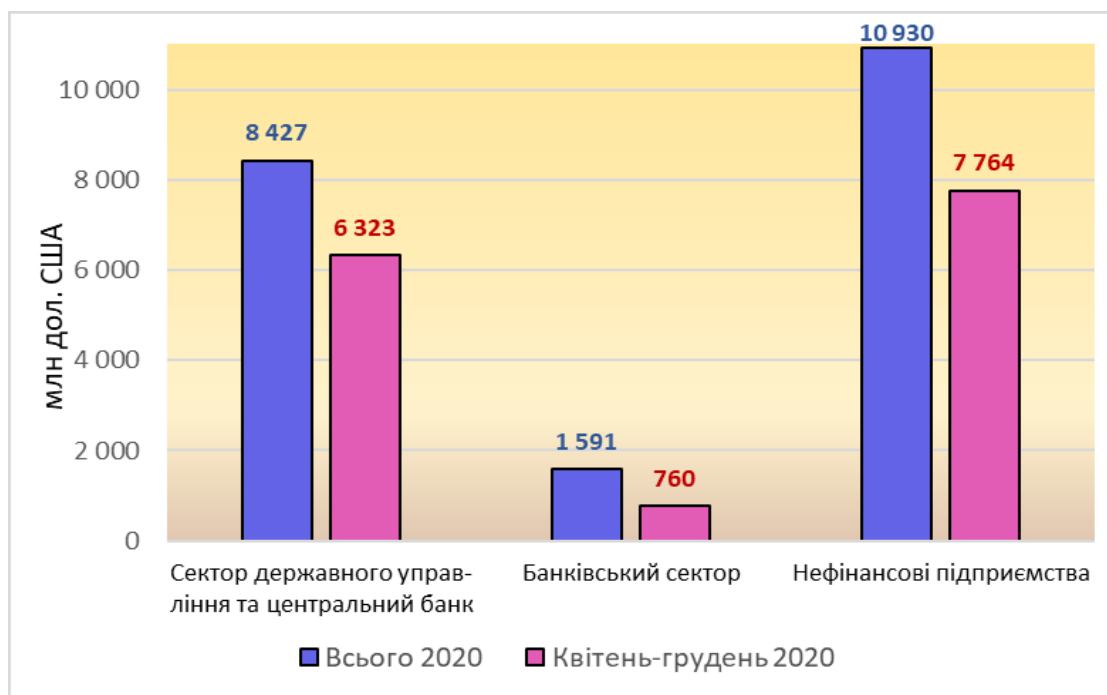
*Джерело: власні розрахунки за даними НБУ.*

Найбільш динамічною складовою приросту зовнішнього сукупного боргу України в 2019 році стали **зовнішньо-боргові зобов'язання сектору загального державного управління**, обсяг яких збільшився на 4,4 млрд дол. США. Зовнішні державні запозичення проводилися у формі: а) випуску 7-річних єврооблігацій, номінованих в євро обсягом 1000 млн євро та дорозміщення 10-річних облігацій на суму 350 млн дол. США; залучення кредиту «Deutsche Bank» під гарантію Світового банку розміром 529 млн євро та кредиту “Credit Agricole” розміром 150 млн євро; а також кредитів міжнародних фінансових організацій на реалізацію інвестиційних проектів у державному і приватному секторах економіки. Зобов'язання Уряду за облігаціями внутрішньої позики перед нерезидентами (які також обліковуються в складі зовнішнього боргу) за 2019 рік збільшилися на 4,3 млрд дол. США.

**Короткостроковий зовнішній борг України** за залишковим терміном погашення станом на 31.12.2019 р. становив 48,3 млрд дол., збільшившись на 3,3 млрд дол. США за 2019 р. Основну питому вагу в структурі короткострокового зовнішнього боргу займають зобов'язання нефінансових підприємств, які упродовж наступних 12 місяців повинні

погасити 34,7 млрд дол. коротко- та довгострокових зобов'язань. Сума короткострокового боргу депозитних корпорацій поступово зменшувалася і на кінець 2019 р. становила 2,5 млрд дол. США. Таким чином, проблема погашення і обслуговування накопичених зовнішніх боргів на найближчий рік залишатиметься актуальною як для сектору державного управління, так і для нефінансових підприємств.

Сумарні платежі Уряду та НБУ в рахунок **погашення і обслуговування зовнішнього державного боргу** (без валютних ОВДП, але з урахуванням ОВДП у власності нерезидентів) в 2020 році оцінюються на рівні 8,4 млрд дол. США, у тому числі 6,3 млрд дол. у II-IV кварталах 2020 року. Найбільші виплати припадають на сектор нефінансових підприємств, які повинні виплатити зовнішнім кредиторам 10,9 млрд дол. Виплати банківського сектору є порівняно незначними і становлять 1,6 млрд дол. США (рис. 9).



**Рис. 9. Зовнішньоборгові виплати перед нерезидентами в 2020 р. у розрізі секторів економіки**

*Джерело: дані НБУ.*

Таким чином, **високий розмір зовнішньої заборгованості суб'єктів економіки України та значний тягар боргових виплат свідчать про високу вразливість фінансового становища таких суб'єктів та їх залежність від кон'юнктури міжнародного ринку капіталів.** Тимчасова втрата доступу до ресурсів цього ринку миттєво трансформується у

проблеми ліквідності та платоспроможності позичальників (як приватного, так і державного секторів економіки).

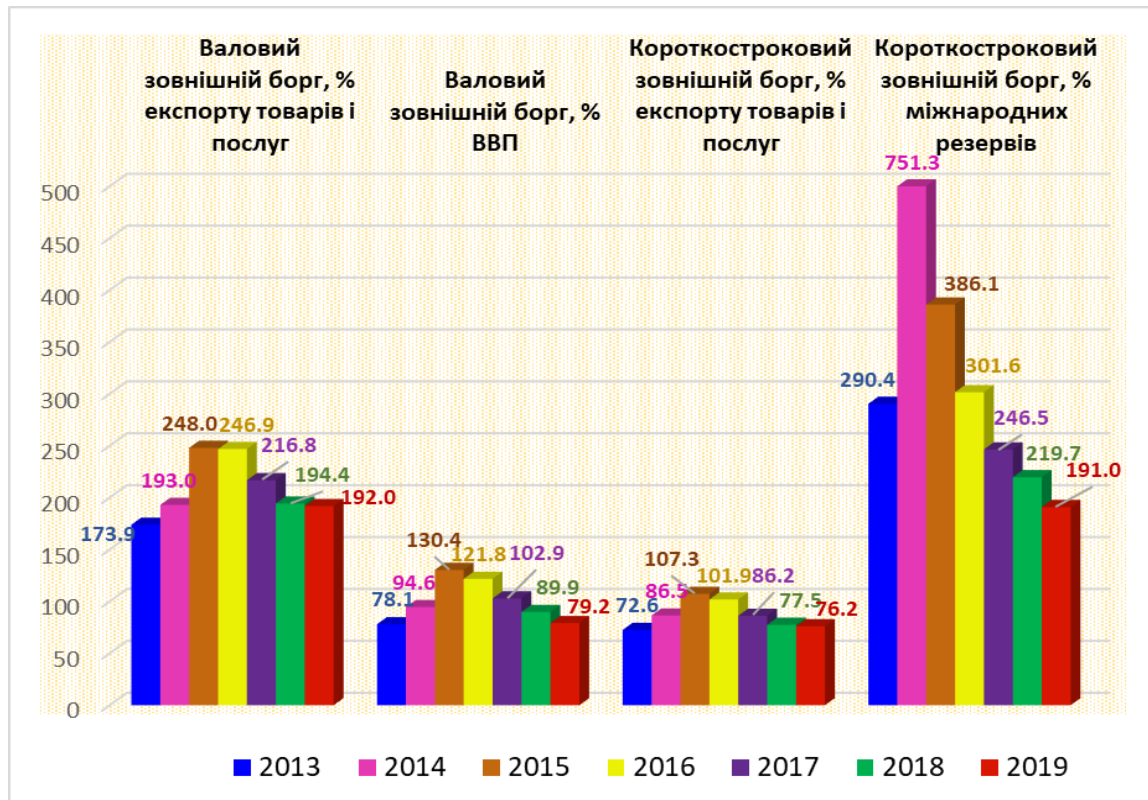
У березні-квітні 2020 р. Уряд України постав перед актуальною проблемою пошуку адекватних джерел рефінансування зовнішніх боргів, оскільки міжнародні ринки капіталу фактично закрилися. Відомо, що в часи турбулентності офіційні кредитори надають корисну альтернативу приватним позикам. Плани Уряду на початку 2020 р. передбачали залучення протягом року 2,1 млрд дол. США від Світового банку, ЄС, Урядів Канади та Японії. Отримання переважної частини цих коштів пов'язувалося з відкриттям МВФ кредитної програми EFF, що посилило її значущість як основного антикризового інструменту.

У відносному вимірі зовнішній борг всіх секторів економіки станом на кінець грудня 2019 р. становив 79,2% ВВП. Обсяг зовнішнього боргу відносно ВВП суттєво перевищує прийняті у світі граничні значення та середні значення для країн, що розвиваються. Відносно експорту величина зовнішнього боргу України (192%) є дещо меншою від граничного значення (200%). На рис. 10 наведено основні зовнішньо-боргові показники України у динаміці з 2013 до 2019 року.

Не зважаючи на низхідну динаміку відносних **індикаторів зовнішньо-боргового навантаження України** впродовж 2015-2019 років, переважна частина цих індикаторів (крім відношення до експорту товарів і послуг) все ще знаходяться у червоній зоні:

- зовнішній борг всіх секторів економіки станом на кінець 2019 року складав **79,2% ВВП при граничному рівні 60% ВВП**;
- **короткостроковий** зовнішній борг України дорівнював **76,2% експорту при гранично допустимому значенні 40%**;
- **короткостроковий** зовнішній борг України досяг рівня **191% міжнародних резервів при гранично допустимому рівні 100%**.

Лише за показником відношення зовнішнього сукупного боргу до експорту товарів і послуг рівень боргового навантаження оцінюється як прийнятний.



**Рис. 10. Відносні зовнішньо-боргові показники України в 2013-2019 роках**

*Джерело: розрахунки автора за даними НБУ і Держстату України*

Зростання абсолютної суми зовнішнього сукупного боргу України при незначному зменшенні відносних показників боргового навантаження у 2019 році пояснювалося впливом таких факторів:

- збереженням позитивних темпів економічного зростання як у розвинутих країнах, так і країнах, які розвиваються, що обумовлювало підтримання позитивної динаміки міжнародного кредитування та інвестування;
- збереженням помірного рівня спредів за борговими інструментами країн з ринками, які формуються, що підтримувало активний попит позичальників з цих країн на зовнішні кредити і позики;
- утриманням низьких відсоткових ставок у розвинутих країнах, що заохочувало міжнародних інвесторів до пошуку більш дохідних сфер для власних інвестицій у світовому масштабі;
- досягненням прийнятних темпів зростання реального ВВП в Україні (3,2% за 2019 рік), що засвідчувало підвищення рівня кредитоспроможності економіки України;

- утриманням надзвичайно високого рівня відсоткових ставок за гривневими інструментами навіть в умовах зниження темпів інфляції (реальна дохідність гривневих ОВДП коливалася від 12% річних у січні до 8% у грудні 2019 року), та проведення Національним банком надзорської монетарної політики. Це спонукало іноземних інвесторів, схильних до прийняття ризиків, активно кредитувати Уряд України та приватних позичальників.

Накопичення та утримання значних обсягів зовнішньої заборгованості в Україні підвищували кредитні і валютні ризики зовнішньо-боргових операцій, а також вразливість фінансового стану позичальників до ризиків рефінансування боргу. Таким чином, **за високого рівня зовнішнього сукупного боргу критично високою стала вразливість фінансової системи країни до дії зовнішніх шоків. У березні 2020 року, коли Європа стала епіцентром поширення коронавірусної інфекції, відбулася переоцінка ризиків міжнародними інвесторами та розпочався масштабний відплив іноземних капіталів з ринків, що формуються. В таких умовах Україна постала перед проблемою нестачі зовнішнього фінансування та опинилася на порозі валютної кризи, кризи суверенного боргу та боргових ускладнень у приватному секторі.**

## V. ВИСНОВКИ І ПРОПОЗИЦІЇ

Отже, станом на початок 2020 р. у розвитку зовнішньо-економічної сфери України мали місце певні **негативні тенденції та явища**, які посилювали ступінь зовнішньої фінансової вразливості:

- **порушення ключових критеріїв адекватності міжнародних резервів і неповний викуп Національним банком валюти до міжнародних резервів в умовах масштабного припливу іноземного капіталу на ринок внутрішніх облігацій у 2019 році;**
- **утримання значних обсягів зовнішнього сукупного боргу** (на рівні 79,2% ВВП і 192% експорту) за відсутності гарантованого доступу Уряду і корпоративних позичальників до зовнішнього приватного фінансування;
- **збільшення річного дефіциту торгівельного балансу до 12,4 млрд дол. США** при збереженні дефіциту поточного рахунку платіжного балансу;
- **прискорене накопичення зовнішніх активів приватними суб'єктами економіки України** (яке сягнуло 6 млрд дол. США у 2019 р.), що поглиблювало процеси фінансового виснаження реального сектору.

Поєднання зазначених негативних явищ/ сформованих зон вразливості національної економіки з впливом зовнішніх шоків на початку березня 2020 року надавало поштовх до поширення кризових імпульсів.

Основні загрози для зовнішньої стійкості України з боку глобального фінансово-економічного середовища станом на кінець I кварталу 2020 р. були пов'язані з такими **ризиками**:

- а) падіння світових цін на сировинні товари**, експортовані з України,
- б) наростання у світі протекціоністських настроїв і часткового закриття ринків для товарів українського експорту,**
- в) відпливу іноземного капіталу з ринків, що формуються**, (включаючи Україну),
- г) дорожнечі зовнішнього приватного фінансування** для українських корпорацій і Уряду,
- д) часткового закриття ринків праці для українських трудових мігрантів і зменшення грошових переказів в Україну.**

Починаючи з березня 2020 р. виникнення дестабілізаційних тенденцій у фінансовому, зовнішньому та фіскальному секторах України, а також

проникнення до економіки України кризових чинників глобального характеру обумовлюють необхідність **розробки і впровадження термінових антикризових заходів**.

На нашу думку, **утримання зовнішньої стійкості економіки України передбачає застосування заходів антикризового регулювання** за такими важливими напрямками:

**I. Сприяння українському експорту та зменшення дефіциту торговельного балансу для активізації економічної діяльності в країні, забезпечення рівноваги платіжного балансу і запобігання валютним кризам:**

1.1) активне застосування інструментів економічної дипломатії та відновлення **торговельно-економічних місій** України у країнах – важливих торговельних партнерах України;

1.2) збільшення потенціалу **Експортно-кредитного агенства (ЕКА)** через поповнення Урядом його статутного капіталу та забезпечення участі в програмі часткової компенсації відсоткової ставки за експортними кредитами;

1.3) **боротьба з контрабандою** на митному кордоні України, забезпечення стягнення всіх передбачених законодавством податкових і митних платежів з імпорту та вирівнювання таким чином умов конкурентної боротьби на внутрішньому ринку;

1.4) **зняття блокади українського експорту** під час карантину – відновлення роботи всіх пунктів контролю і пропуску через державний кордон України, які обслуговують вантажні перевезення підприємців.

**II. Введення тимчасових заходів контролю за рухом капіталу і керування динамікою обмінного курсу гривні для забезпечення стійкості платіжного балансу, рівноваги валютного ринку та запобігання валютно-фінансовій кризі:**

2.1) запровадження на період кризи системи регулювання валютного курсу гривні із використанням інструментарію валютних інтервенцій та обмеженням спекулятивного попиту на іноземну валюту,

2.2) введення тимчасових заходів захисту відповідно до Закону України «Про валюту і валютні операції», серед яких:

а) запровадження тимчасових **обмежень для набуття зовнішніх активів резидентами** України (цінних паперів, валюти, депозитів у зарубіжних банках), а також **можливостей придбання іноземної**

**валюти резидентами з метою набуття зовнішніх активів (цінних паперів, депозитів у зарубіжних банках),**

**б) запровадження особливого порядку контролю за виплатою процентів і дивідендів нерезидентами для коштів джерелом походження з України із введенням певних лімітів на дані операції для недопущення масштабного виведення коштів з України,**

**в) регламентація системи розрахунків за експортно-імпортними операціями в частині зовнішньої торгівлі товарами і послугами, включаючи тимчасову заборону виплати авансів за імпортними контрактами.**

З огляду на колосальний вплив валютного курсу на стабільність банківського сектору, стан боргової стійкості, розвиток зовнішньої торгівлі та процеси на внутрішньому фінансовому ринку, в кризовий період вкрай важливо забезпечити прогнозованість і дотримання обґрунтованих значень обмінного курсу. Це передбачає як комплексне застосування інструментів монетарної політики, так і призупинення режиму вільного виведення капіталу за межі України. У світі після низки фінансових криз (особливо глобальної кризи 2007-2009 рр.) багато економістів визнали, що обмеження і регулювання транскордонного руху капіталу посилює стійкість національних фінансових систем до впливу кризових чинників.

### **III. Масштабне залучення зовнішнього офіційного фінансування з метою підтримки бюджету і платіжного балансу країни:**

**3.1) Активізація переговорного процесу України з ЄС, Світовим банком та урядами держав-партнерів для залучення до бюджету офіційних позик і допомоги на суму близько 3 млрд дол., що гарантуватимуть рефінансування зовнішнього державного боргу і часткове покриття дефіциту державного бюджету 2020 р.;**

**3.2) Ініціювання перед Урядом США питання про надання нової кредитної гарантії Уряду України під випуск єврооблігацій обсягом 1-2 млрд дол з метою недопущення дефолту України і погашення у травні облігацій на суму 1 млрд дол., випущених під попередню гарантію США в 2015 р.;**

**3.3) на додаток до програми EFF Міжнародного валютного фонду, опрацювання всіх процедурних моментів для отримання Україною від МВФ пільгового кредиту на боротьбу з коронавірусом - Rapid Financing Instrument (RFI) з можливим обсягом фінансування до 1,4 млрд дол. США. На глобальному рівні МВФ вже оголосив, що для**

реагування на надзвичайні ситуації, пов'язані з пандемією коронавірусу, Фонд готовий надати 50 млрд дол. США країнам із низьким рівнем доходів і країнам з ринками, що формуються. Такі кошти виділятимуться за швидкою процедурою без розробки комплексної програми реформ (як за іншими інструментами МВФ). За стандартними умовами кредити RFI надаються терміном 3,5-5 років у розмірі до 50% квоти країни із сплатою 1,5% річних за позикою.

*Матеріал підготовлено*

*д-ром екон. наук **Тетяною Богдан**,  
завідувачем відділу державних фінансів  
“Growford Institute“*