

ОЦІНКА ЗОВНІШНЬОЇ ФІНАНСОВОЇ ВРАЗЛИВОСТІ УКРАЇНИ

станом на 01.10.2019 р.



Київ 2020

ЗМІСТ

I. Стан платіжного балансу України та основні складові його динамічних змін.....	3
II. Сфери зовнішньої вразливості та індикатори зовнішньої стійкості України.....	13
III. Поточний стан і ризику зовнішнього сукупного боргу України.....	19
IV. Висновки і пропозиції.....	25

I. СТАН ПЛАТІЖНОГО БАЛАНСУ УКРАЇНИ ТА ОСНОВНІ СКЛАДОВІ ЙОГО ДИНАМІЧНИХ ЗМІН

Дефіцит **поточного рахунку платіжного балансу** України, за даними НБУ, в січні-вересні 2019 р. становив 2,7 млрд дол. США, зменшившись на 26% щодо аналогічного періоду 2018 р. (3,4 млрд дол. США) (див. рис. 1). Відносно ВВП величина дефіциту поточного рахунку також зменшилася з 3,7% ВВП у січні-вересні 2018 р. до 2,5% ВВП у січні-вересні 2019 р. Скорочення абсолютної суми дефіциту, безперечно, є позитивним явищем, однак перманентне зведення рахунку поточних операцій з дефіцитом означає хронічну залежність економіки України від надходження іноземного капіталу, основні складові якого характеризується високою волатильністю. Наявність стійкого дефіциту поточного рахунку робить економіку вразливою до реверсу потоків іноземного капіталу, а масштабний вплив такого капіталу за недостатності офіційних валютних резервів може стати катализатором валютних, боргових і банківських криз.

Головними компонентами формування негативного сальдо за поточними операціями у січні-вересні 2019 року стали:

- дефіцит торгівельного балансу, який досяг позначки 8,5 млрд дол. США і збільшився на 0,4 млрд дол. США порівняно з аналогічним періодом попереднього року;
- від'ємне сальдо «доходів від інвестицій», яке становило 5,9 млрд дол., зменшившись на 0,5 млрд дол. США порівняно з таким же періодом 2018 року.

Темпи зростання **експорту товарів і послуг** (8,4% до аналогічного періоду попереднього року) майже відповідали темпам зростання імпорту (7,8%), що стало чинником утримання суттєвого дефіциту торгівельного балансу – 8,5 млрд дол. США або 7,9% ВВП. 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 79,3%.**

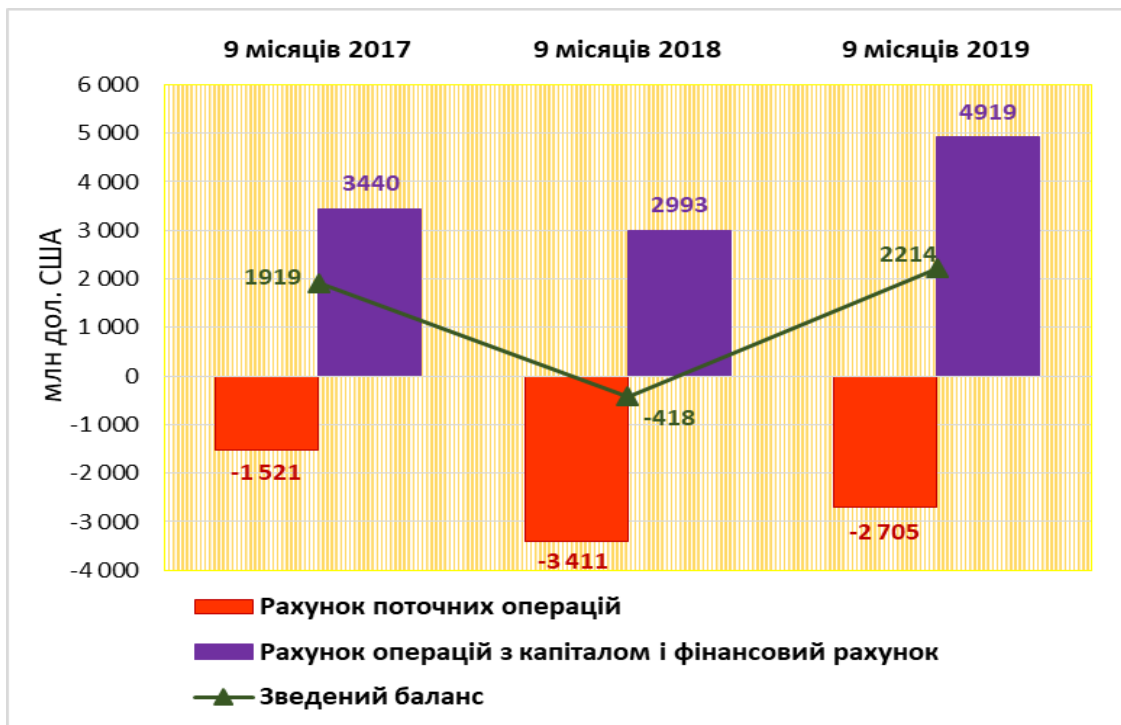


Рис. 1. Агрегати платіжного балансу України у січні-вересні 2017-2019 рр.

Джерело: складено автором за даними НБУ.

Всі компоненти сировинного експорту, крім чорних металів та виробів з них, в аналізованому періоді динамічно зростали. Так, експорт продовольчих товарів і сировини для їх виробництва за січень-вересень 2019 року збільшився на 22,1% щодо аналогічного періоду 2018 р. А експорт мінеральних продуктів зріс на 23,3%. Тобто Україна вже міцно закріпилася в ролі світового постачальника сировинної продукції і виправити таке становище майже неможливо без радикальної зміни інвестиційного клімату та цілеспрямованої державної політики розвитку вискотехнологічних виробництв.

На користь даної тези свідчить і той факт, що імпорт машин, устаткування, транспортних засобів і приладів в Україну постійно зростає. Так, у січні-вересні 2019 р. він збільшився на 22,8% відносно січня-вересня попереднього року, а імпорт промислових виробів – збільшився на 20%.

Одним із чинників розширення дефіциту торговельного балансу в аналізованому періоді стала номінальна та **реальна ревальвація гривні**. За даними МВФ, індекс реального ефективного обмінного курсу

(РЕОК) гривні за 11 місяців 2019 р. підвищився на 25,9%. Таким чином, серед 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 (див. рис. 2). У цілому серед 93 країн світу підвищення РЕОК/ реальна ревальвація нацвалют відбулася тільки у 32 країнах, а в 61 країні було зафіксовано реальну девальвацію. Враховуючи повільні темпи економічного зростання та підвищення продуктивності праці в Україні, ревальвація національної валюти з темпом 25,9% за 11 місяців виглядає необґрунтованою, тобто такою, що не спирається на дію фундаментальних економічних факторів.

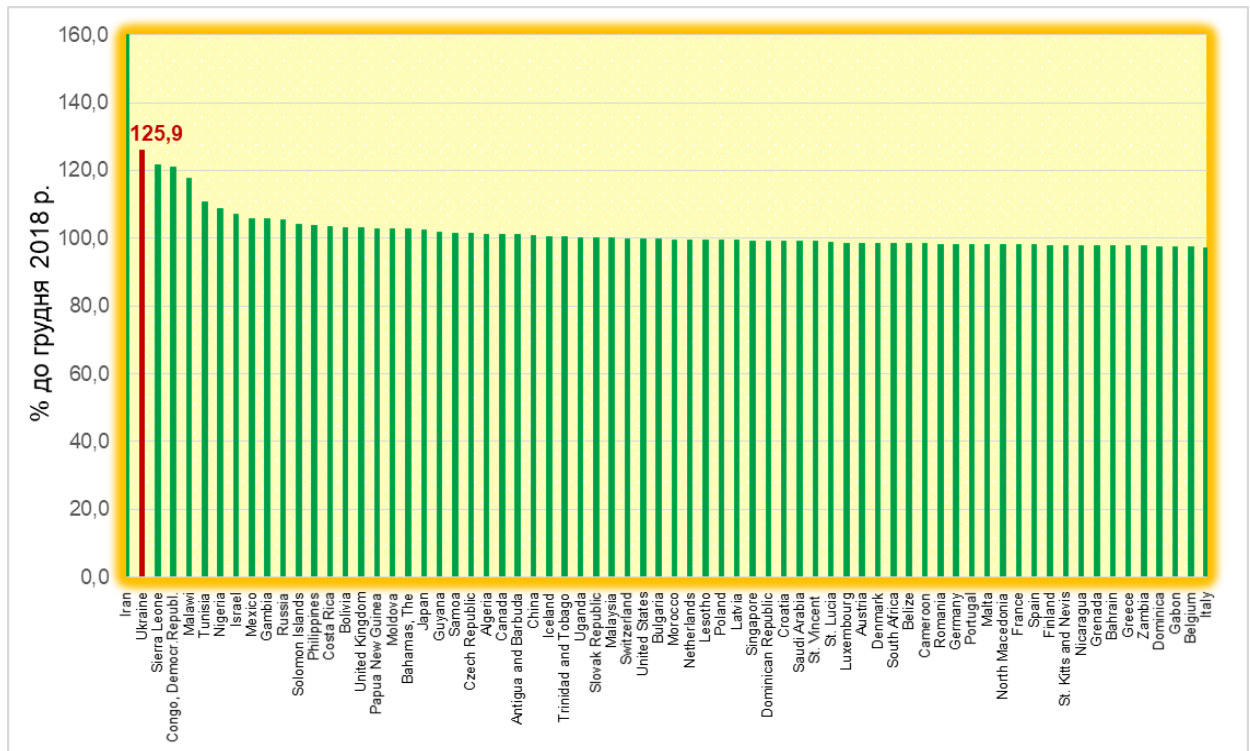


Рис. 2. Ранжування країн світу за величиною підвищення РЕОК (ревальвації національної валюти) у період січня-листопада 2019 року

Джерело: розрахунки автора за даними МВФ “International Financial Statistics”.

Відомим **негативним наслідком ревальвації національної валюти є зниження цінової конкурентоспроможності українських виробників, внаслідок чого уповільнюється зростання експорту і зростає схильність до споживчого імпорту.** Такі процеси виливаються у збільшення дефіциту торговельного балансу і пригнічення економічної активності. Особливо чутливими до змін

обмінного курсу є виробники, які виготовляють продукцію на експорт і стикаються з високим рівнем міжнародної конкуренції (зокрема, у галузях з виробництва продовольчих товарів і сільськогосподарської сировини).

З іншого боку, посилення курсової позиції гривні зумовлювало розширення внутрішнього попиту. Основними каналами реалізації зазначеного впливу виступають здешевлення імпортової продукції та підвищення доходів населення у реальному вимірі. За високого рівня конкурентоспроможності національних виробників зростання споживчого попиту може надавати певні імпульси для підвищення рівня виробництва. Але в умовах України існує реальна небезпека того, що приріст споживчого попиту абсорбуватиме додатковий імпорт, поглиблюючи дефіцит торговельного балансу.

Вагомим компонентом поточного рахунку є **надходження від оплати праці**, які за січень-вересень 2019 р. досягли 9,3 млрд дол. США і збільшилися майже на 1 млрд дол. щодо аналогічного періоду 2018 року. Такі надходження частково врівноважували поточний рахунок за наявності масштабного дефіциту торговельного балансу і відпливу доходів від інвестицій. Грошові перекази, поряд з масштабним припливом іноземного капіталу на ринок державних облігацій, стали основними чинниками зміцнення обмінного курсу гривні в 2019 році.

Грошові перекази трудових мігрантів позитивно впливали на економічне зростання України за каналами споживчих та інвестиційних витрат і негативно впливали 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 випуску «Зовнішньої фінансової вразливості..» за 2018 рік ми показали, що грошові перекази в країнах з низькими і середніми доходами мають помітний **негативний вплив на пропозицію робочої сили** і позитивний вплив на попит; в той же час перекази є драйверами скорочення добровільної зайнятості населення. **Позитивний вплив грошових переказів на економіку** країни-реципієнта реалізується наступним чином:

- збільшення обсягів споживання продовольчих товарів, одягу, придбання житла і деяких послуг, що впливає на обсяги виробництва у

відповідних секторах економіки, і за мультиплікаційними ефектами поширюється на інші сектори;

- підвищення якості людського капіталу як довгострокового фактору економічного розвитку і підвищення продуктивності праці, внаслідок спрямування грошових переказів на придбання освітніх і медичних послуг;
- підвищення рівня заощаджень та інвестицій в економіці (внаслідок накопичення коштів окремими домогосподарствами), що впливає на темпи економічного зростання на тривалому часовому проміжку;
- пом'якшення кредитних обмежень і фінансування додаткових інвестицій у країнах з нерозвиненими фінансовими системами, в яких грошові перекази частково спрямовуються домогосподарствами на розвиток власного бізнесу.

У контексті стимулюючого впливу грошових переказів С. Мім і М. Алі на прикладі 15 країн Близького сходу і Північної Африки показали позитивний вплив грошових переказів на темпи приросту споживання, інвестицій та зростання ВВП.¹

С. Нсія і Б. Фаїсса довели наявність позитивних взаємозв'язків між темпами економічного зростання і обсягами грошових переказів за панельними даними 64 країн Азії, Африки і Латинської Америки.² Ці ж вчені в своєму попередньому дослідженні на основі даних для 36 африканських країн встановили, що зростання суми грошових переказів на 10% має своїм наслідком зростання ВВП на душу населення на 0,4%.³

¹ 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.

² 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.

³ Fayissa, B. and Nsiah, C. (2010). The impact of remittances on economic growth and development in Africa // *The American Economist*, 55 (2), 92–103.

Позитивний (стимулюючий) вплив надходження значних сум грошових переказів до економіки виявили також Д. Дріді, М. Барі та ін.⁴, А. Курей⁵, І. Балді,⁶ С. Гупта, К. Патілло та ін.⁷

Надалі проаналізуємо основні тенденції транскордонного руху капіталів до України. **Чистий приплив коштів за фінансовим рахунком** і рахунком капіталу платіжного балансу України в січні-вересні 2019 р. становив 4,9 млрд дол. США, збільшившись на 1,9 млрд дол. або в 1,6 разу порівняно з відповідним періодом попереднього року (див. рис. 1). При цьому основними складовими нетто-припливу іноземного капіталу до України в січні-вересні 2019 р. стали:

а) портфельні інвестиції до сектору державного управління – 3,4 млрд дол. США (збільшення припливу на 2,6 млрд дол. порівняно з аналогічним періодом 2018 року);

б) торгівельні кредити нефінансовим корпораціям – 2,6 млрд дол. США (збільшення кредитування на 2,1 млрд дол. США);

в) прямі іноземні інвестиції – 1,8 млрд дол. США (збільшення припливу на 0,3 млрд дол. порівняно з аналогічним періодом 2018 р.);

г) портфельні інвестиції до сектору нефінансових корпорацій – 1,6 млрд дол. США (збільшення припливу на 1,5 млрд дол. США).

Надходження **прямих іноземних інвестицій** (ПІІ) до України залишається доволі скромним, що є відображенням як несприятливого бізнес-клімату в країні, так і впливу геополітичних факторів і продовження військових дій на сході країни. А між тим, ПІІ могли б стати потужним важелем піднесення темпів економічного зростання в Україні, нарощування експорту товарів і покращення торгівельного балансу, підвищення продуктивності праці та конкурентоспроможності виробництва.

В Україні обсяг накопичених ПІІ становить лише 33,4% річного ВВП, в той час як у постсоціалістичних країнах середній рівень досягає 51,3% (див. рис. 3). Для порівняння: вкладення прямих іноземних

⁴ 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.

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

⁶ Baldé, Y. (2011). The impact of remittances and foreign aid on savings/investment in Sub-Saharan Africa // African Development Review, 23 (2), 247–262.

⁷ 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.

інвесторів в економіку Грузії на кінець 2018 р. складала 108,7% ВВП, Казахстану – 86,3% ВВП, Естонії – 79,1%, Сербії – 78,9%, Болгарії – 75,6% ВВП. Меншими обсягами ПІІ, порівняно з Україною, характеризувалися економіки Узбекистану, Росії, Словенії та Литви.

Кволий інвестиційний процес в Україні та помірні обсяги прямого іноземного інвестування мають негативний вплив на рівень продуктивності праці (яка складає близько 10% від середньої продуктивності праці в країнах ЄС), темпи створення робочих місць у приватному секторі та обсяги ВВП, що створюється в Україні.

Слабка динаміка ПІІ в Україні за наявності хронічного дефіциту поточного рахунку є фактором посилення нестійкості платіжного балансу країни. Адже, саме ПІІ є найбільш стабільним і надійними джерелом фінансування зовнішніх дефіцитів, а їх заміщення зовнішніми позиками чи портфельними пайовими інвестиціями у більшості випадків підвищує ризики ліквідності, платоспроможності, валютні ризики та ризики рефінансування накопичених боргів.

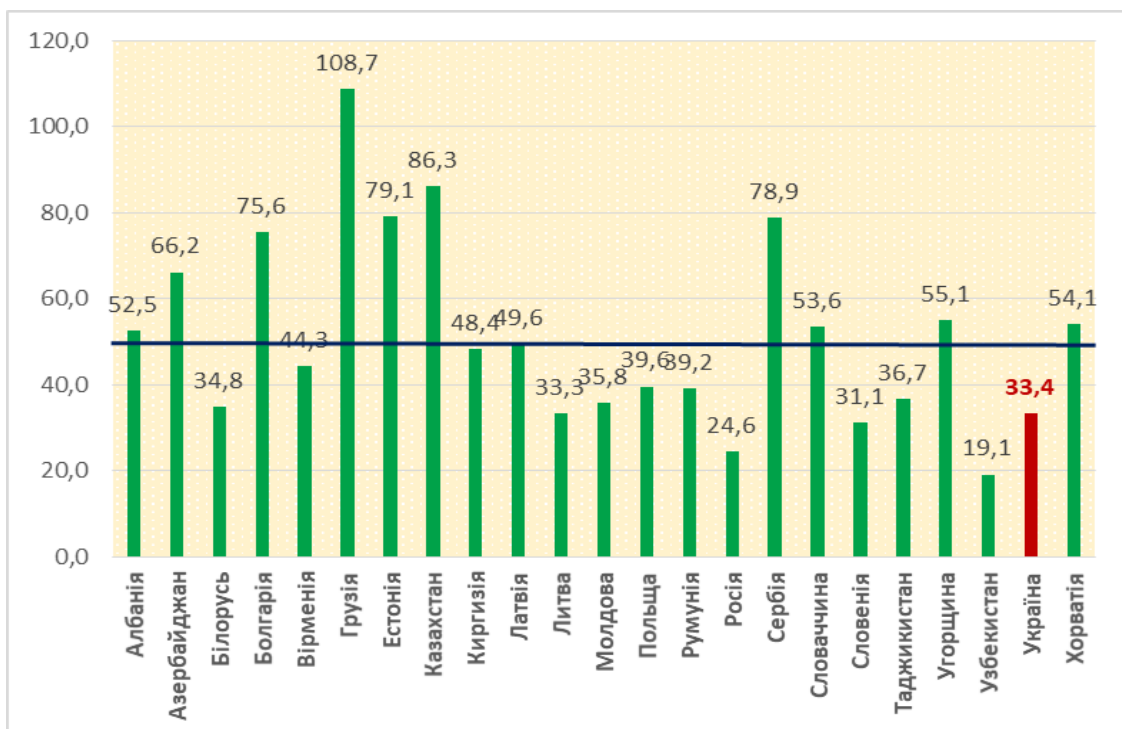


Рис. 3. Накопичені прямі іноземні інвестиції в % до річного ВВП у постсоціалістичних країнах в кінці 2018 р

Джерело: розраховано автором за даними ЮНКТАД “World Investment Report” і МВФ.

У розрізі секторів економіки головним реципієнтом іноземного капіталу в січні-вересні 2019 р. став **сектор нефінансових корпорацій**: його зовнішні зобов'язання зросли на 6,1 млрд дол. США. Найбільш вагомими статтями залучення іноземного капіталу українськими корпораціями стали торговельні кредити (2,6 млрд дол.), портфельні інвестиції в боргові цінні папери (1,6 млрд дол.) і прямі іноземні інвестиції (1,4 млрд дол. США).

Сальдо чистого припливу коштів до сектору нефінансових корпорацій і домогосподарств було помітно нижчим (3,5 млрд дол. США) від приросту його зовнішніх зобов'язань (6,1 млрд дол.). Така ситуація відображала інтенсивне накопичення вказаними суб'єктами зовнішніх активів, зокрема, готівкової валюти поза банками, в сумі 2,2 млрд дол. Для порівняння: в січні-вересні 2018 року приріст готівкової валюти поза банками становив 0,8 млрд дол.

Суттєво збільшилося надходження іноземного капіталу до **сектору державного управління**. Приріст зовнішніх зобов'язань цього сектору за 9 місяців 2019 р. становив 3,9 млрд дол. США, в той час як за 9 місяців 2018 р. – 0,6 млрд дол. При цьому 88% припливу іноземного капіталу забезпечили іноземні портфельні інвестори, нетто-вкладення яких за 9 місяців 2019 р. сягнули 3,4 млрд дол. Зовнішні кредити нерезидентів Уряду України за цей період становили 0,5 млрд дол. США.

Нетто-кредитором решти світу виступав **банківський сектор** України, чистий відплив коштів для якого досяг величини 3,2 млрд дол. США (0,2 млрд дол. у січні-вересні 2018 року). Скорочення зовнішніх зобов'язань банків у поточному періоді поєднувалося із суттєвим приростом їх зовнішніх активів – 2,6 млрд дол. США. Серед зовнішніх активів банків найбільш помітною статтею відпливу коштів стали валюта і депозити, вкладення в які досягли 2,2 млрд дол. США (0,6 млрд дол. у січні-вересні 2018 року).

Суттєве збільшення зовнішніх зобов'язань резидентів України частково нівелювалося приростом **зовнішніх активів** за статтею «інші інвестиції» на суму майже 4,7 млрд дол. США (2,1 млрд дол. у січні-вересні попереднього року). Найбільш вагомими компонентами приросту зовнішніх активів резидентів України стали:

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

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

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

Такі показники засвідчують: **лібералізація руху капіталу, що розпочалася із введенням у дію Закону «Про валюту і валютні операції», має своїм наслідком збільшення відпливу капіталу резидентів в 2,3 рази відносно аналогічного періоду попереднього року.** Поки що втеча національного капіталу не має помітних негативних ефектів у контексті забезпечення зовнішньої стійкості економіки - відплив коштів компенсується припливом боргового капіталу нерезидентів. Однак, при реалізації шоків поточного чи фінансового рахунку платіжного балансу хронічний відплив вітчизняного капіталу стане додатковою складовою розбалансування зовнішньо-економічних потоків, вплив якої може запустити ланцюгову реакцію кризи, або ж зробить її перебіг більш тривалим і руйнівним.

В цілому стан фінансового рахунку платіжного балансу в січні-вересні 2019 року відображав нарощування зовнішніх активів суб'єктами приватного сектору економіки, інтенсифікацію припливу іноземних портфельних інвестицій до державного сектору, а також повільний приплив прямих іноземних інвестицій.

Зведене сальдо платіжного балансу за аналітичною формою представлення у січні-вересні 2019 р. було додатнім і становило 2,2 млрд дол. США, в той час як у січні-вересні 2018 р. воно було від'ємним (рис. 1). У поточному періоді позитивне сальдо платіжного балансу було джерелом фінансування погашення кредитів МВФ на суму 1,6 млрд дол. і приросту міжнародних резервів України на суму близько 0,6 млрд дол. США.

Отже, у січні-вересні 2019 року в сфері платіжного балансу України продовжували діяти такі **негативні явища і процеси**:

- **нарощування дефіциту торговельного балансу та утримання суттєвого дефіциту поточного рахунку**, які вимагають постійного залучення іноземного капіталу для їх фінансування;
- **незначні обсяги надходження прямих іноземних інвестицій та довгострокових портфельних 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 посилюють 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;
- **суттєве накопичення зовнішніх активів резидентами України** після лібералізації системи валютного регулювання у лютому 2019 р.

Щодо перспектив на майбутнє, то зростаючий дефіцит зовнішньої торгівлі, **незначні обсяги прямих іноземних інвестицій та високі ризики рефінансування зовнішніх боргів визначають нестійкість платіжного балансу** та можливість виникнення стресових ситуацій під впливом подій (тригерів) внутрішнього чи зовнішнього характеру.

II. СФЕРИ ЗОВНІШНЬОЇ ВРАЗЛИВОСТІ ТА ІНДИКАТОРИ ЗОВНІШНЬОЇ СТІЙКОСТІ УКРАЇНИ

Динаміка індикаторів зовнішньої стійкості упродовж січня-вересня 2019 року продемонструвала зменшення ризиків зовнішньої платоспроможності суб'єктів економіки України при погіршенні показників міжнародної ліквідності. У табл. 1 наведено динаміку індикаторів зовнішньої стійкості України у річному вимірі в 2013-2018 рр. і в січні-вересні 2019 р.

Фактичні значення вказаних індикаторів порівнювалися із граничними, визначеними на основі «Alert Mechanism» Єврокомісії та Центрального банку Індонезії. При перевищенні (недосягненні) визначених граничних значень 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 виявилось, що **на кінець III кварталу 2019 року серед 11 індикаторів зовнішньої стійкості тільки 2 з них: міжнародні резерви у % до грошової маси та чиста міжнародна інвестиційна позиція в % до ВВП - засвідчили низький ступінь вразливості до впливу шоків ситуацій** (зелений колір у таблиці 1). Помірний рівень ризиків відображав індикатор відношення валового зовнішнього боргу до експорту товарів і послуг (жовтий колір у таблиці). За 8-ма іншими індикаторами: **валового зовнішнього боргу відносно ВВП, короткострокового зовнішнього боргу, обсягу боргових виплат, рівня міжнародних резервів і сальдо поточного рахунку** – ступінь ризикованості було оцінено як дуже високий (червоний колір у таблиці).

При порівнянні значень індикаторів зовнішньої стійкості на кінець вересня 2019 р. з їх значеннями в 2017-2018 рр. помітним є факт

покращення всіх індикаторів зовнішнього боргу (крім частки короткострокового боргу в загальній сумі зовнішнього боргу) **та сальдо поточного рахунку** платіжного балансу. Зокрема, відношення зовнішнього сукупного боргу до експорту товарів і послуг зменшилося з 216,8% в кінці 2017 р. до 187,4% у вересні 2019 р., а відношення зовнішнього боргу до ВВП – із 102,9% до 77,1%. Покращення відносних показників зовнішнього боргу при зростанні його абсолютного обсягу спричинене зростанням доларової величини ВВП України: із 112,2 млрд дол. у 2017 р. і 127,7 млрд дол. у 2018 до 155,5 млрд. дол. США у 2019 році (оцінка "Growford Institute").

Таблиця 1

Індикатори зовнішньої стійкості України та їх граничні значення

Індикатори	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 9 місяців	Гранич- ні значе- ння
Валовий зовнішній борг, % експорту товарів і послуг	173,9	193,0	248,0	246,9	216,8	194,4	187,4	200
Валовий зовнішній борг, % ВВП	78,1	94,6	130,4	121,8	102,9	89,9	77,1	60
Короткостроковий борг, % валового зовнішнього боргу	41,7	44,8	43,3	41,6	40,2	39,9	40,8	20
Короткостроковий зовнішній борг, % експорту товарів і послуг	72,6	86,5	107,3	101,9	86,2	77,5	76,5	40
Зовнішньоборгові виплати, % експорту товарів і послуг	42,4	27,8	58,3	н.д.	65,0	56,7	н.д.	25
Міжнародні резерви, % короткострокового зовнішнього боргу	34,4	13,3	25,9	33,2	40,6	45,5	43,8	100
Міжнародні резерви, % композитного критерію МВФ	н.д.	н.д.	45,2	56,1	66,1	72,6	73,3	100
Міжнародні резерви, місяців імпорту	2,5	1,3	3,2	3,6	3,6	3,5	3,4	3,8
Міжнародні резерви, % широкої грошової маси	18,0	12,4	32,1	38,3	43,7	45,1	39,5	20
Сальдо поточного рахунку, % ВВП	-9,1	-3,4	1,8	-1,4	-2,2	-3,6	-2,5	-2,3
Чиста міжнародна інвести- ційна позиція, % ВВП	-36,8	-40,1	-41,7	-37,1	-24,1	-16,8	-15,0	-35

Джерело: власні розрахунки за даними НБУ і Держстату України.

Негативне сальдо **чистої міжнародної інвестиційної позиції** України зменшилося з 16,8% ВВП у 2018 р. до 15,0% ВВП у січні-вересні 2019 р. Це означає, що резиденти України в цілому залишалися нетто-боржниками решти світу, однак підвищувався ступінь покриття наявних зовнішніх зобов'язань резидентів України зовнішніми активами, які накопичувалися ними.

В цілому за більшістю індикаторів зовнішньої фінансової вразливості ризику порушення зовнішньої стійкості оцінювалися як доволі високі, що пов'язувалося як із наявними дисбалансами, так і з відносно низьким рівнем міжнародних резервів. У січні-вересні 2019 р. абсолютний обсяг міжнародних резервів збільшився незначною мірою (із 20,8 до 21,4 млрд дол. США), однак три із 4-х індикаторів адекватності резервів погіршилися.

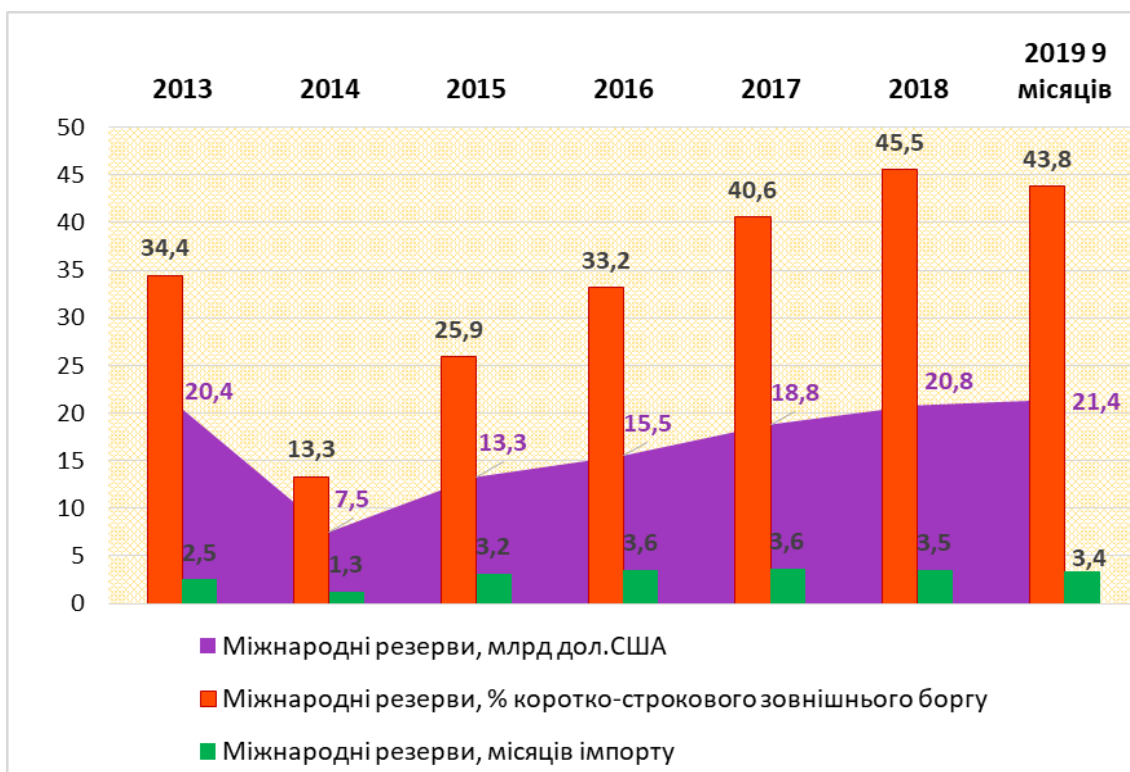


Рис. 4. Показники міжнародних резервів України в 2013-2019 роках

Джерело: власні розрахунки за даними НБУ.

Як свідчать дані таблиці 1, **базові показники адекватності міжнародних резервів у січні-вересні 2019 року залишалися на незадовільному рівні.** Співвідношення міжнародних резервів і короткострокового зовнішнього боргу з 1 січня 2019 до 1 жовтня 2019

року зменшилося з 45,5% до 43,8% при гранично допустимому значенні в 100%. Величина резервів у місяцях майбутнього імпорту зменшилася із 3,5 до 3,4 місяців (див. рис. 4). Фактичний обсяг міжнародних резервів України перебував на рівні 73,3% композитного критерію адекватності резервів МВФ, відстаючи на 26,7% від нормативного значення. Нагадаємо, що композитний критерій МВФ, передбачає достатність резервів у випадку еквівалентності їх розміру сумі 30% короткострокового зовнішнього боргу України, 15% інших довгострокових зовнішніх зобов'язань резидентів, 5% експорту і 5% широких грошей.

Поряд з низькою міжнародною ліквідністю країни, вагомою складовою зовнішньої фінансової вразливості України є **високі потреби у зовнішньому фінансуванні**. За оцінками рейтингової агенції «Fitch» потреби України в зовнішньому фінансуванні (на покриття дефіциту поточного рахунку і погашення зовнішнього боргу) оцінюються на рівні близько 70% міжнародних резервів у 2019 і 90% резервів у 2020 році.

Дефіцит поточного рахунку платіжного балансу (2,5% ВВП за 9 місяців 2019 року), хоча й скоротився порівняно з 2018, все ще перевищував гранично допустимий рівень – 2,3% ВВП. Крім того, вказаний дефіцит збільшився порівняно з 2017 р. – 2,2% ВВП. Низька конкурентоспроможність українських виробників і брак позитивних структурних змін в економіці обмежували темпи зростання експорту, виступаючи чинником утримання дефіциту. З іншого боку, дефіцит поточного рахунку 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, внаслідок чого величина внутрішньої абсорбції лише незначною мірою перевищувала обсяги внутрішнього виробництва, що відбивалося не величині дефіциту поточного рахунку платіжного балансу.**

Не зважаючи на поступове зниження облікової ставки Національним банком, монетарні умови для суб'єктів економіки України залишалися надзвичайно жорсткими. Це пов'язано з тим, що реальна відсоткова ставка (яка відображає жорсткість монетарної політики у внутрішньому вимірі) не знижувалася, а реальний обмінний курс гривні стрімко

підвищувався, що вказувало на жорсткість монетарної політики у зовнішньому вимірі.

Фіскальна політика України протягом 2015-2019 рр. була надзвичайно жорсткою, хоча ступінь її жорсткості в останні роки відносно 2015-2016 рр. дещо пом'якшився. Так, циклічно скоригований первинний баланс загального уряду в Україні в 2019 р. за прогнозом становитиме «плюс» 1% ВВП (тобто буде профіцитним), а, наприклад, в Польщі та Угорщині – «мінус» 0,6% ВВП, у Румунії – «мінус» 3%. У середньому в країнах з ринками, що формуються, та у країнах із середніми доходами циклічно скоригований первинний баланс загального уряду в 2019 році становитиме «мінус» 2,7% ВВП. Тобто **в Україні ключовий індикатор жорсткості фіскальної політики в 2019 р. на 3,7% ВВП перевищуватиме середній показник для групи країн із середніми доходами**. В 2018 р. величина такого перевищення становила 2,8% ВВП, а в 2017 р. – знову ж таки 3,7% ВВП. Рис. 5 демонструє динаміку циклічно скоригованого первинного балансу загального уряду в Україні, Польщі та в середньому для країн даної групи упродовж 2013-2019 років.

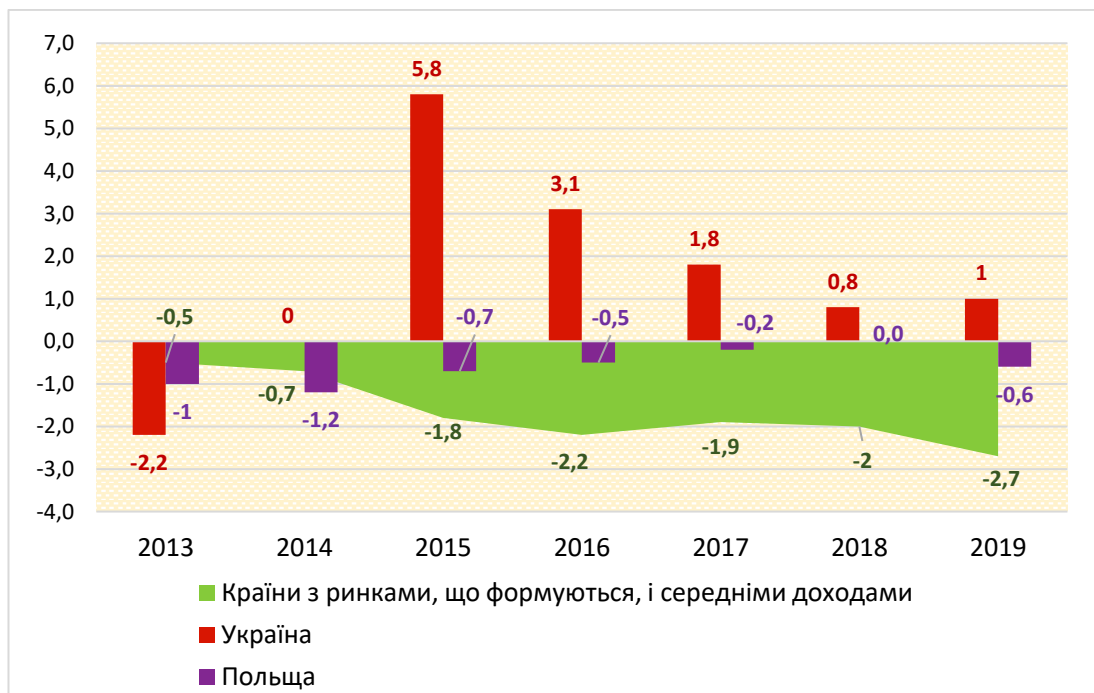


Рис. 5. Порівняння циклічно скоригованого первинного балансу загального уряду України з Польщею і середніми показниками (в % до ВВП)

Джерело: МВФ "Fiscal Monitor", презентація автора.

Таким чином, в останні роки доволі жорстка фіскальна політика в Україні стримувала внутрішній попит і не надавала належних стимулів для розвитку внутрішнього виробництва. Але з точки зору інтересів зовнішніх агентів **обмежуюча фіскальна політика стримувала експансію імпорту на внутрішньому ринку і дозволяла зберегти макро-фінансову стабільність в країні за мінімальних обсягів зовнішнього офіційного фінансування.**

Отже, в січні-вересні 2019 року зменшення відносних показників зовнішнього боргу та скорочення дефіциту поточного рахунку платіжного балансу демонстрували незначне посилення зовнішньої стійкості економіки. Однак, **за більшістю індикаторів зовнішньої стійкості ризику кризового сценарію все ще оцінюються як достатньо високі.** Такі ризики пов'язані з:

- низьким рівнем **міжнародної ліквідності країни** (обсяг міжнародних резервів на кінець III кварталу становив 43,8% короткострокового зовнішнього боргу та 73,3% композитного критерію МВФ),
- значними обсягами **зовнішніх боргових зобов'язань** (на рівні 77,1% ВВП і 187,4% експорту) при збереженні високих ризиків рефінансування державного і корпоративного боргу;
- високими **потребами в зовнішньому фінансуванні** для рефінансування виплат за зовнішнім боргом і покриття дефіциту поточного рахунку (на рівні 70-90% офіційних валютних резервів у 2019-2020 рр.),
- тривалим і зростаючим **дефіцитом торгівельного балансу** (який у 2019 р. може сягнути 12 млрд дол. США) та **збереженням дефіциту поточного рахунку** при домінуванні боргового способу їх фінансування.

III. ПОТОЧНИЙ СТАН І РИЗИКИ ЗОВНІШНЬОГО СУКУПНОГО БОРГУ УКРАЇНИ

Розмір зовнішнього сукупного боргу є важливим індикатором міцності фінансової системи. Необхідність моніторингу вказаного індикатора, а також цілеспрямованого впливу держави на обсяги і структуру боргу пов'язана з тим, що зовнішні запозичення держави і корпоративних структур генерують системні ризики і впливають на перспективи розвитку національної економіки.

З одного боку, надходження іноземного капіталу може сприяти фінансовому поглибленню економіки (financial deepening) і диверсифікації ризиків. На етапі нетто-залучення капіталу із зовнішніх джерел має місце пом'якшення кредитних обмежень для суб'єктів національної економіки, доповнення джерел фінансування інвестицій і, таким чином, прискорення темпів економічного зростання. Однак, з іншого боку, при накопиченні зовнішніх активів і зобов'язань національна економіка стає вразливою до впливу шоків ситуацій у країнах-партнерах чи на глобальних ринках.

Високий рівень зовнішнього боргу збільшує вразливість 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 запуснути в дію кризовий сценарій при погіршенні кон'юнктури ринку міжнародного капіталів.

Таблица 2

Зовнішній борг України, млн. дол. США

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	III квартал 2019
Сектор загального держуправління	29 922	32 884	35 959	36 495	38 886	40 128	43 012
<i>Довгострокові</i>	29 922	32 878	35 959	36 495	38 886	40 123	42 545
Розподіл СПЗ	19 386	19 334	1 702	1 651	1 749	1 708	1 674
Боргові цінні папери	8 639	11 765	18 838	19 479	20 859	22 884	26 110
Кредити	1 897	1 779	15 419	15 365	16 278	15 531	14 761
Органи грошово-кредитн. регулювання	1 775	2 176	6 708	6 242	7 438	7 938	7 201
<i>Довгострокові</i>	1 775	2 176	5 407	6 242	7 438	7 938	7 201
Кредити	1 649	2 058	5 329	6 133	7 322	7 825	7 090
Банки	22 555	18 752	12 823	8 966	6 228	5 797	4 855
<i>Короткострокові</i>	5 438	5 301	4 121	3 657	2 009	1 231	1 216
Кредити	3 654	3 982	236	175	131	30	88
Валюта і депозити	1 778	1 254	3 885	3 477	1 878	1 201	1 128
<i>Довгострокові</i>	17 117	13 451	8 702	5 309	4 219	4 566	3 639
Валюта і депозити	5 082	4 365	3 752	1 673	462	513	408
Боргові цінні папери	9 629	7 971	3 490	2 854	2 753	2 841	2 025
Кредити	2 406	1 115	1 460	782	1 004	1 212	1 206
Нефінансові підприємства і домогосподарства	76 642	62 228	53 581	52 207	53 347	51 430	54 683
<i>Короткострокові</i>	29 337	15 036	11 571	12 362	15 124	13 809	15 591
Торгові кредити	22 526	14 041	10 837	11 451	13 839	12 327	14 571
<i>Довгострокові</i>	47 305	47 192	42 010	39 845	38 223	37 621	39 092
Боргові цінні папери	6 221	3 654	1 559	1 512	1 813	1 819	3 384
Кредити	39 872	41 724	38 452	36 520	35 235	35 709	35 484
Торгові кредити	1 212	1 814	1 999	1 813	1 175	93	224
Прямі інвестиції: міжфірмовий борг	11 185	9 257	8 562	8 614	9 552	9 414	10 202
Валовий зовнішній борг всього	142 079	125 297	117 633	112 524	115 451	114 707	119 953

Джерело: дані НБУ.

Зовнішній сукупний борг України станом на кінець вересня 2019 р. становив 120,0 млрд дол. США, збільшившись на 5,2 млрд дол. за січень-вересень і на 4,4 млрд дол. за III квартал 2019 р. (див. табл. 2).

У номінальному вираженні обсяг зовнішнього боргу усіх секторів економіки досяг показника IV кварталу 2015 року і після незначних коливань збільшився на 5,3% упродовж останніх шести місяців.

У січні-вересні 2019 року зростали зовнішні боргові зобов'язання нефінансових підприємств і домогосподарств (на 3,3 млрд дол. США), а також сектору загального державного управління (на 2,9 млрд дол.) і скорочувалися зобов'язання банків і органів грошово-кредитного регулювання. Зокрема, зовнішні боргові зобов'язання банків зменшилися на 0,9 млрд дол., а зобов'язання органів грошово-кредитного регулювання на 0,7 млрд дол. США (рис. 6). Основною складовою скорочення зовнішнього боргу банків стали боргові цінні папери (0,8 млрд дол. США). Ключовими компонентами приросту зовнішнього боргу підприємств і домогосподарств були торговельні кредити (2,2 млрд дол.) і боргові цінні папери (на 1,6 млрд дол.). Зокрема, у липні і серпні Укрзалізниця та НАК «Нафтогаз України» розмістили єврооблігації на загальну суму 1.5 млрд дол. США. Поряд з цим, зовнішній борг сектору загального державного управління за каналом боргових цінних паперів збільшився на 3,2 млрд дол.

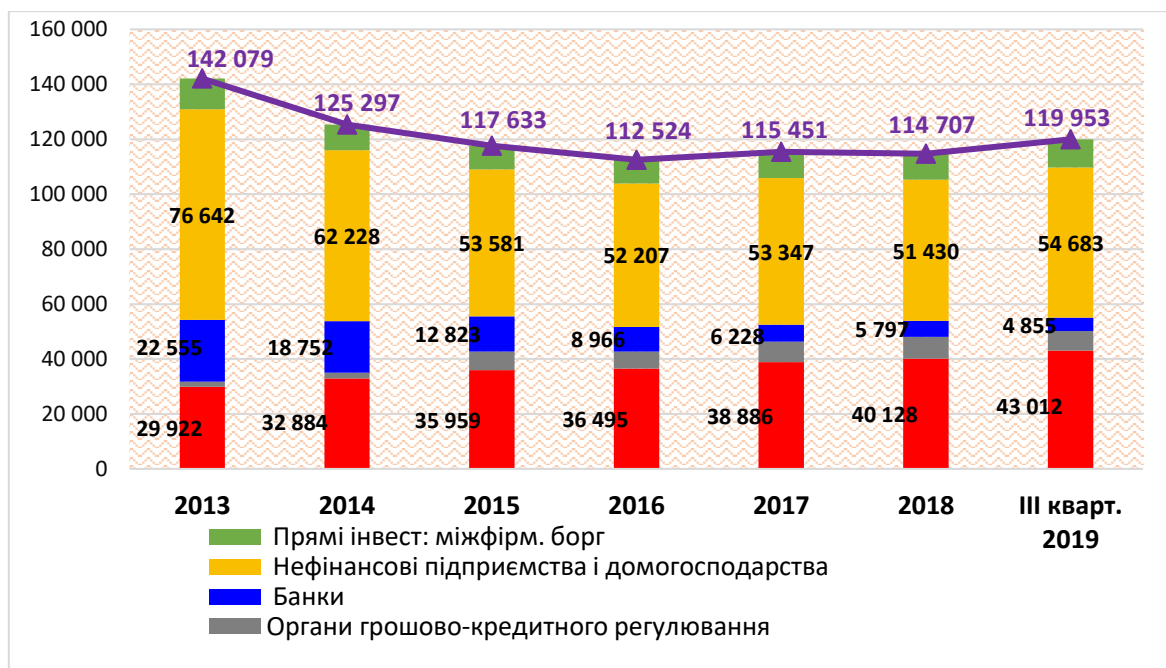


Рис. 6. Зовнішній борг України в розрізі секторів економіки

Джерело: дані НБУ

Із загальної суми зовнішнього боргу України 21,5 млрд. дол. США або 17,9% припадає на **прострочену заборгованість** за негарантованими

кредитами **реального сектору** економіки. Сума простроченого боргу за останні 5 років збільшилася на 14,1 млрд дол. США, що вказує на нестійкість зовнішньо-боргової позиції України. Наявність значних обсягів простроченої зовнішньої заборгованості є також стримуючим фактором для залучення іноземних інвестицій та довгострокових іноземних кредитів до корпоративного сектору України.

Найбільш динамічною складовою приросту зовнішнього сукупного боргу України в січні-вересні 2019 року стали **зовнішньо-боргові зобов'язання сектору загального державного управління**, обсяг яких збільшився на 2,9 млрд дол. Зовнішні державні запозичення проводилися у формі:

- а) випуску 7-річних єврооблігацій, номінованих в євро, обсягом 1000 млн євро;
- б) дорозміщення 10-річних єврооблігацій на суму 350 млн дол. США;
- в) залучення кредиту «Deutsche Bank» під гарантію Світового банку на підтримку державної політики розміром 529 млн євро;
- г) отримання 380 млн дол. США кредитів іноземних банків і міжнародних фінансових організацій на реалізацію інвестиційних проектів.

Зобов'язання Уряду за облігаціями внутрішньої позики перед нерезидентами (які також обліковуються в складі зовнішнього боргу) за січень-вересень 2019 року збільшилися на 91,1 млрд грн або на 3,5 млрд дол. США.

Короткостроковий зовнішній борг України за залишковим терміном погашення станом на 30.09.2019 р. становив 48,9 млрд дол., збільшившись на 2,8 млрд дол. за III квартал і на 3,9 млрд дол. – за 9 місяців 2019 р. Основну питому вагу в структурі короткострокового зовнішнього боргу займають зобов'язання нефінансових підприємств, які упродовж наступних 12 місяців повинні погасити 35,0 млрд дол. коротко- та довгострокових зобов'язань. Зовнішні зобов'язання сектору державного управління і центрального банку з погашення зовнішнього боргу дорівнюють 5,9 млрд дол. Показово, що дані зобов'язання збільшилися на 1,9 млрд дол. за січень-вересень 2019 р. Сума короткострокових зобов'язань депозитних корпорацій не підлягала значним коливанням і на кінець вересня 2019 р. становила 2,7 млрд дол. США. Таким чином, **проблема погашення і обслуговування накопичених зовнішніх боргів на найближчий рік залишатиметься**

актуальною як для державного сектору економіки, так і для сектору нефінансових підприємств.

Сумарні платежі в Уряду та НБУ в рахунок погашення і обслуговування зовнішнього державного боргу (без валютних ОВДП) в 2020 році оцінюються на рівні близько 8,9 млрд дол. США. Це свідчить про збереження значного боргового тиску на державний бюджет і високих ризиків рефінансування зовнішнього боргу.

У відносному вимірі зовнішній борг всіх секторів економіки станом на 30.09.2019 р. становив 77,1% 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 є дещо меншою від граничного значення. На рис. 7 наведено основні зовнішньо-боргові показники України у динаміці з 2013 року до вересня 2019.

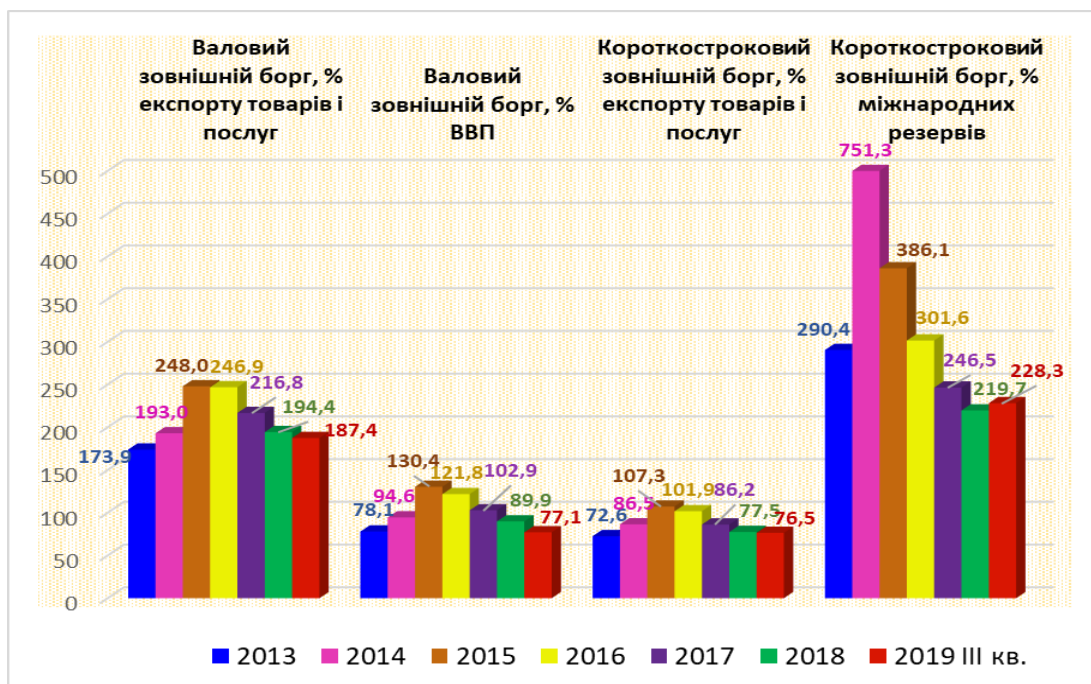


Рис. 7. Відносні зовнішньо-боргові показники України в 2013-2019 роках

Джерело: розрахунки автора за даними НБУ і Держстату України

Не зважаючи на низхідну динаміку індикаторів зовнішньо-боргового навантаження України впродовж 2015-2019 років, вони все ще знаходяться поблизу граничних значень або помітно їх перевищують:

- зовнішній борг всіх секторів економіки станом на кінець вересня 2019 року складав **77,1% ВВП при граничному рівні 60% ВВП;**

- зовнішній борг складав **187,4% експорту при гранично допустимому рівні 200%**;
- **короткостроковий зовнішній борг України дорівнював 76,5% експорту при гранично допустимому значенні 40%**;
- **короткостроковий зовнішній борг України досяг рівня 228,3% міжнародних резервів при гранично допустимому рівні 100%**.

Високий рівень зовнішнього сукупного боргу України відбиває недорозвиненість внутрішнього фінансового ринку та структурну слабкість і низьку конкурентоспроможність національної економіки. Міжнародна спеціалізація України на виробництві продукції, що відрізняється слабким динамізмом попиту та хронічно надлишковою пропозицією на світових ринках, є одним із чинників перманентного дефіциту фінансових ресурсів у країні. З іншого боку, за наявності високого зовнішньо-боргового навантаження національна економіка демонструє повільні темпи економічного зростання і характеризується значним ступенем волатильності. У нашому попередньому дослідженні із використанням економіко-математичних методів ми показали негативний вплив зовнішньо-боргового навантаження на темпи економічного зростання в Україні.⁸

У 2019 р. секторна структура ВВП в Україні погіршувалася, а тренд на деіндустріалізацію (після певної стабілізації в 2017-2018 рр.) знову посилювався. У листопаді 2019 р. обсяги промислового виробництва зменшилися на 7,5% відносно листопада попереднього року. Основними причинами таких процесів були: недоступність довготермінового позичкового фінансування для інвестиційних проектів у промисловості, низька якість виробничої інфраструктури і транспортних послуг для підприємств, занепад сфери досліджень і розробок в Україні, масштабна трудова міграція та погіршення якості людського капіталу, поганий інвестиційний клімат та низька привабливість України для міжнародних стратегічних інвесторів. Таким чином, **загально-економічні фактори утримання високої боргової залежності національної економіки посилювали свою дію.**

⁸ Див. детально: Богдан Т.П. Зовнішня фінансова вразливість і зовнішній сукупний борг України: поточний стан та ризики станом на 01.04.2018 р. (с.27). - <http://optimacenter.org/research/zovnishnja-fiansova-vrazlyvist-i-zovnishnij-sukupnyj-borg-ukrajiny-potochnyj-stan-ta-ryzyky-stanom-na-01042019-r/>

IV. ВИСНОВКИ І ПРОПОЗИЦІЇ

Отже, в січні-вересні 2019 року у розвитку зовнішньо-економічної сфери України мали місце такі **позитивні тенденції**: **збереження макрофінансової стабільності, скорочення відносних показників зовнішньоторгового навантаження, продовження міжнародної підтримки України** офіційними кредиторами і донорами. Однак, з іншого боку, мали місце такі **негативні тенденції та явища**:

- низький рівень міжнародної ліквідності країни і **порушення ключових критеріїв адекватності офіційних валютних резервів**,
- **значні обсяги валового зовнішнього боргу** (на рівні 77,1% ВВП і 187,4% експорту) за відсутності стабільного доступу Уряду і корпоративних позичальників до зовнішнього приватного фінансування;
- тривалий і зростаючий **дефіцит торговельного балансу** (який за підсумками року може сягнути 12 млрд дол. США) при збереженні дефіциту поточного рахунку;
- прискорене **накопичення зовнішніх активів приватними суб'єктами**, що підривало інвестиційний потенціал України та поглиблювало процеси фінансового виснаження національної економіки.

В 2020 р. **фактори внутрішньої економічної політики** з високою вірогідністю спрацьовуватимуть як фактори **інтенсифікації залучення іноземного капіталу до економіки України, що сприятиме покращенню ряду показників зовнішньої стійкості**. Йдеться, зокрема, про активізацію приватизації державного майна, розміщення внутрішньо-боргових зобов'язань Уряду за високими ставками та відкриття ринку землі сільськогосподарського призначення. Однак, проведення земельної реформи за Урядовим сценарієм стане фактором стабілізації платіжного балансу лише у короткостроковому періоді, а в середньо- і довгостроковому періодах такі рішення підриватимуть основи державного суверенітету України, гальмуватимуть розвиток сільського господарства при використанні землі як спекулятивного активу та вестимуть до збільшення витоку доходів з національної економіки, внаслідок придбання значних масивів землі іноземцями (що в тривалому періоді спрацьовуватиме як фактор дестабілізації платіжного балансу України).

На противагу поточним кон'юнктурним рішенням, створення міцних засад зовнішньо-економічної стійкості і поступальний процес економічного розвитку країни вимагають від держави активного залучення стратегічних інвесторів у створення нових підприємств (greenfield investments), включення України до глобальних ланцюгів створення вартості та збільшення експорту продукції з високим вмістом доданої вартості. А вирішення цих завдань неможливе без **радикального покращення інвестиційного клімату, проведення дієвих інституційних реформ у країні, впровадження державою активної технологічної та інноваційної політики**. Останній напрямок передбачає застосування цільової державної підтримки високотехнологічних виробництв, забезпечення їх експортної спрямованості і створення конкурентних умов для виробників високотехнологічної продукції.

Основні загрози для зовнішньої стійкості України з боку глобального фінансового середовища у 2020 році пов'язані з **ризиками підвищення відсоткових ставок провідними центральними банками і можливістю реверсу потоків капіталу з ринків, що формуються**.

Для протидії таким шокам і зменшення ступеню зовнішньої фінансової вразливості України Національний банк має проводити політику поступового **нарощування валових міжнародних резервів до рівня 29-30 млрд дол. США**, а Міністерство фінансів – політику **поступового погашення зовнішнього державного боргу** (включаючи борг за внутрішніми облігаціями перед нерезидентами). Зниження тягаря зовнішнього боргу підвищуватиме ступінь платоспроможності позичальників та інвестиційну привабливість економіки, а накопичення достатнього обсягу офіційних валютних резервів зменшуватиме вірогідність валютних і боргових криз при виникненні шоків ситуацій.

Матеріал підготовлено

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

“Growford Institute“