

# УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ УКРАЇНИ

у січні - вересні 2019 року

Аналітичний огляд



## I. ТРЕНДИ СВІТОВОГО ФІНАНСОВОГО РИНКУ І СТАН ДЕРЖАВНОГО БОРГУ В КРАЇНАХ СВІТУ

У поточному році світова економіка демонструє гальмування **темрів економічного зростання**. Так, згідно з прогнозом МВФ, темпи зростання глобального ВВП зменшаться з 3,6% у 2018 р. до 3,0% у 2019 р., а в 2020 р. знову зростуть до 3,4%. Уповільнення економічного зростання має місце як у розвинутих країнах, так і країнах з ринками, що формуються, та країнах, що розвиваються. В I групі країн темпи зростання зменшаться з 2,3% у 2018 р. до 1,7% у 2019 р., а в II групі – з 4,5% до 3,9%.<sup>1</sup> Низхідна динаміка глобального ВВП пояснюється посиленням торговельної напруги між крупними гравцями, підвищенням непевності, внаслідок геополітичних подій і торговельних воєн, а також впливом структурних факторів – повільним підвищенням продуктивності і погіршенням демографічних показників у розвинутих країнах.

Фахівці МВФ звертають увагу та той небезпечний факт, що уповільнення темрів світового економічного зростання має місце у період суттєвого пом'якшення монетарної політики в багатьох розвинутих країнах. При цьому політика фіскального стимулювання у США і Китаї також зменшує негативний вплив торговельної напруги між США і Китаєм. Але навіть за активної підтримки сукупного попиту засобами монетарної та, частково, фіскальної політики темпи розвитку світової економіки є слабкими.

У контексті загального **пом'якшення монетарних умов** ФРС США знижувала ставку федеральних фондів у липні і вересні та вирішила відмовитися від практики скорочення свого балансу. ЄЦБ низив ставку за депозитами і оголосив відновлення політики кількісного пом'якшення. Такі кроки призвели до помітного зниження дохідності суверенних облігацій, які в деяких випадках набували негативних значень. Зокрема, дохідність 10-річних облігацій Казначейства США, федеральних облігацій Німеччини, цінних паперів Уряду Франції та Великобританії низилася на 60-100 б.п. у період з березня по вересень.<sup>2</sup>

Низькі відсоткові ставки у розвинутих країнах виступали факторами виштовхування міжнародних капіталів на ринки, які формуються, що підживлювало процес накопичення зовнішніх боргів цими країнами. В

<sup>1</sup> International Monetary Fund. World Economic Outlook, October 2019. – Retrieved from: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2019/10/01/world-economic-outlook-october-2019#Statistical%20Appendix>

<sup>2</sup> World Economic Outlook, October 2019 (вказана праця).

результаті середній рівень зовнішнього боргу в країнах з ринками, що формуються, підвищився до 160% експорту, в той час як 10 років тому він становив 100% експорту.

Таким чином, не зважаючи на похмурі перспективи глобального економічного зростання і динаміки міжнародної торгівлі, **умови зовнішніх запозичень** для країн з ринками, що формуються, у 2019 році були досить сприятливими. Низхідний тренд відсоткових ставок у розвинутих країнах стимулював надходження портфельних інвестицій на ці ринки. В той же час приплив акціонерного капіталу зменшувався під впливом ескалації торговельних воєн.

Після масових розпродажів активів у кінці 2018 р. апетит до ризиків міжнародних інвесторів підвищився, внаслідок чого попит на облігації країн з ринками, що формуються, зріс на суму близько 25 млрд дол. США (оцінка МВФ). Однак, негативний вплив внутрішніх факторів (перш за все, повільного економічного зростання) стримував більш значний **приплив капіталів на ринки, що формуються**. Згідно із прогнозом Інституту міжнародних фінансів, надходження іноземного капіталу на ринки, що формується, у 2019 р. становитиме 1,26 млрд дол. США, що означатиме його збільшення на 10,5% відносно 2018 р.

Підвищення привабливості країн з ринками, що формуються, для іноземних інвесторів і зростання цін на їх фінансові активи відображала і висхідна динаміка індексу MSCI EM (його розраховує Morgan Stanley за даними біржових котирувань акцій компаній з 24 країн указаної групи). Індекс MSCI EM станом на 22 жовтня 2019 р. досяг позначки 1034,1, збільшившись на 7,1% відносно початку року.<sup>3</sup>

Але приплив іноземного капіталу і нарощування зовнішніх запозичень у країнах з ринками, що формуються, і країнах з низькими доходами підвищувало ступінь їх зовнішньої вразливості, а також ризики рефінансування наявних боргів. За результатами оцінки **боргової стійкості** МВФ частка країн з низькими доходами, які характеризуються високими ризиками настання боргової кризи, або вже знаходяться в стані дефолту, підвищилася з 22% у 2013 до 43% у 2019 році. У країнах з ринками, що формуються, ситуація була ще більш тривожною. Так, у граничній групі країн з ринками, що формуються (frontier issues), за 2013-2018 рр. середнє відношення державного боргу до ВВП підвищилося на 20 в.п. ВВП і досягло 55% ВВП. А у країнах з низьким рівнем доходів таке відношення підвищилося на 13 в.п. ВВП і сягнуло 46% ВВП.

<sup>3</sup> Огляд MSCI Emerging Markets. – <https://ru.investing.com/indices/msci-emerging-markets>

**Таблиця 1. Борг сектору загального державного управління  
у 2012-2019 роках (% до ВВП)**

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 прогноз МВФ
<b>Розвинуті країни</b>	<b>106,7</b>	<b>105,4</b>	<b>104,8</b>	<b>104,4</b>	<b>106,7</b>	<b>104,5</b>	<b>103,0</b>	<b>104,1</b>
США	103,5	105,4	105,1	105,3	106,9	106,0	104,3	106,2
Єврозона	89,4	91,3	91,8	89,9	89,1	87,3	85,4	83,9
Франція	90,7	93,5	95,0	95,8	96,6	98,4	98,4	99,3
Німеччина	79,8	77,4	74,7	71,0	67,9	65,2	61,7	58,6
Італія	123,4	129,0	131,8	131,5	131,3	131,4	132,2	133,2
Іспанія	85,7	95,5	100,4	99,4	99,0	98,1	97,1	96,4
Японія	229,0	232,5	236,1	231,3	236,3	235,0	237,1	237,7
Великобританія	84,5	85,6	87,4	88,2	87,9	87,1	86,8	85,6
Канада	84,8	85,8	85,0	90,5	91,8	90,1	89,9	87,5
<b>Країни з ринками, що форм-ся, і середніми доходами</b>	<b>37,5</b>	<b>38,7</b>	<b>40,8</b>	<b>43,6</b>	<b>46,5</b>	<b>48,3</b>	<b>50,8</b>	<b>53,8</b>
Азія	39,8	41,5	43,6	44,7	46,9	49,1	51,9	55,6
Китай	34,3	37,0	39,9	41,1	44,2	46,8	50,6	55,6
Індія	69,1	68,5	67,8	68,8	67,7	67,8	68,1	69,0
Європа	25,5	26,4	28,5	30,9	31,9	30,2	29,9	30,4
Росія	11,9	13,1	16,1	16,4	16,1	15,5	14,6	16,5
Польща	53,7	55,7	50,4	51,3	54,2	50,6	48,9	47,8
<b>Україна</b>	<b>37,5</b>	<b>40,5</b>	<b>70,3</b>	<b>79,5</b>	<b>81,2</b>	<b>71,6</b>	<b>60,2</b>	<b>57,0</b>
Латинська Америка	48,7	49,3	51,4	55,1	57,4	62,4	69,8	71,7
Бразилія	62,2	60,2	62,3	72,6	78,3	84,1	87,9	91,6
Мексика	42,7	45,9	48,9	52,9	56,8	54,1	53,6	53,8
МЕНАР	22,8	23,5	23,6	33,3	40,7	40,0	38,7	41,1
Саудівська Аравія	3,0	2,1	1,6	5,8	13,1	17,2	19,0	23,2
Південна Африка	41,0	44,1	47,0	49,3	51,5	53,0	56,7	59,9
<b>Країни з низьким рівнем доходів</b>	<b>31,1</b>	<b>31,5</b>	<b>31,8</b>	<b>38,0</b>	<b>41,3</b>	<b>43,7</b>	<b>44,8</b>	<b>45,0</b>
Нігерія	12,7	12,9	13,1	16,0	23,4	25,3	27,3	29,8
<i>Виробники нафти</i>	20,9	22,1	21,8	26,3	30,3	32,7	33,6	34,9

Джерело: МВФ, Fiscal Monitor (October, 2019) - <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2019/03/18/fiscal-monitor-april-2019>

Згідно з даними МВФ ("Fiscal Monitor") розмір державного боргу розвинутих країн станом на кінець 2019 р. сягне 104,1% ВВП, а країн з ринками, що формуються, і середніми доходами – 53,8% ВВП (див. табл.1). Державний

борг розвинутих країн упродовж 2013-2019 рр. знаходиться на сталому рівні 103-105% ВВП, що є максимальним показником з часів II світової війни. А величина державного боргу країн з ринками, що формуються, і середніми доходами упритул наближається до пікового значення кінця 1980-х років.

Державний борг країн з ринками, що формуються, і країн із середніми доходами підвищився з 43,6% ВВП у 2015 р. до 53,8% ВВП у 2019 р.; причому за авторитетними прогнозами він продовжуватиме зростати й надалі. Не зважаючи на помірний середній показник державної заборгованості, в даний час у 1/4 країн з ринками, що формуються, відношення державного боргу до ВВП перевищує 70%.

На фоні співставних країн валовий **борг сектору загального державного управління в Україні** є достатньо високим – близько 60% ВВП. В кінці 2019 року він з високою ймовірністю перевищуватиме середній рівень боргу в країнах з ринками, що формуються, і в країнах із середніми доходами на 3,2% ВВП. Значний рівень боргового навантаження в Україні наражає державні і корпоративні фінанси на вплив ризиків рефінансування боргу, які можуть запустити в дію кризовий сценарій при погіршенні кон'юнктури ринку міжнародного капіталів.

Неминучим наслідком збільшення державних боргів, як в Україні, так і в глобальному масштабі, є помітне зростання **видатків на обслуговування боргу**, що означає відволікання державних коштів на непродуктивні потреби. Вже зараз у країнах з низьким рівнем доходів відсоткові платежі за державним боргом займають 9% у структурі державних видатків і поглинають 18% податкових доходів (що вдвічі перевищує їх рівень на початку 2000-х років). Такі процеси в багатьох країнах ведуть до болісного витіснення державних інвестицій та генерують постійний тиск щодо збільшення доходів держави чи скорочення її видатків.

У перспективі існування високого тягаря державних боргів обмежуватиме можливості Урядів проводити **антициклічну фіскальну політику** під час економічної рецесії. Очевидно також, що виборці будуть активно протидіяти спробам політиків рятувати банки за рахунок бюджетних коштів. У цьому контексті Н. Рубіні і Б. Роза говорять про те, що у випадку розгортання чергової фінансової кризи, політики змушені будуть реагувати на кризові події, оперуючи «зв'язаними руками». На думку вчених, такі обставини свідчать про те, що майбутня фінансова криза у світі може виявитися більш глибокою і тривалою, ніж криза 2008-2009 років.<sup>4</sup>

У даний час приріст обсягів зовнішнього боргу у багатьох країнах з низькими і середніми доходами посилює їх **вразливість до коливань «апетиту» до**

---

<sup>4</sup> Погані новини. Відомий американський економіст Нуріель Рубіні дав свій прогноз на 2019 рік. - <https://nv.ua/ukr/recommends/pogani-novini-vidomiy-amerikanskiy-ekonomist-nuriel-rubini-dav-sviy-prognoz-na-2019-rik-50008155.html>

**ризиків** міжнародних інвесторів, а також до підвищення відсоткових ставок на ринках розвинутих країн. Причому, як показало дослідження МВФ, позичальники з низькими кредитними рейтингами характеризуються більшою чутливістю до зміни зовнішніх фінансових умов, порівняно з позичальниками, які мають високі кредитні рейтинги.<sup>5</sup>

В цілому ймовірність поширення ефектів «зараження» і масових боргових криз у країнах з ринками, що формуються, в 2019-2020 рр. оцінюється як невисока, що пояснюється накопиченими буферами ліквідності та підвищенням якості макроекономічної політики в цих країнах. Однак при цьому окремі країни, які проводять експансивну фіскальну політику і мають значні зовнішні дисбаланси, все ж таки наражаються на **ризик виникнення боргових ускладнень** і криз платіжного балансу.<sup>6</sup>

У нинішніх умовах для зменшення боргових ризиків і підвищення стійкості національних фінансових систем до впливу зовнішніх шоків фахівці міжнародних організацій рекомендують урядам-позичальникам **реалізувати такі заходи:**<sup>7</sup>

- посилення макропруденційної політики і проведення зваженої монетарної політики;
- узгодження фіскальної політики з цілями боргової стійкості держави;
- підвищення інституційної спроможності у сфері податкового адміністрування;
- підвищення ефективності державних видатків при забезпеченні захисту інтересів найбільш вразливих верств населення;
- покращення якості освітніх послуг;
- розбудова публічної інфраструктури і заохочення приватних інвестицій;
- покращення якості інститутів управління державними інвестиціями;
- розвиток внутрішніх ринків капіталу і створення умов для розширення бази внутрішніх інвесторів;
- зменшення обсягів комерційного зовнішнього фінансування і спрямування таких позик переважно на інвестиції з високими ставками дохідності (які перекривають вартість залученого фінансування).

---

<sup>5</sup> International Monetary Fund. Global Financial Stability Report, October 2019. – Retrieved from: <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2019/10/01/global-financial-stability-report-october-2019>

<sup>6</sup> Credit Suisse Research Institute. Assessing Global Debt. – Davos Edition, 2019.

<sup>7</sup> Global Financial Stability Report, October 2019 (вказана праця).

## II. АНАЛІЗ СТАНУ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ УКРАЇНИ ТА РІВНЯ БОРГОВИХ РИЗИКІВ

Досвід глобальної фінансової кризи 2008-2008 рр. і періодичних фінансових криз в Україні вказує на те, що адекватна діагностика стану державних фінансів, коректна оцінка боргових ризиків і зважена фінансова політика є вагомими складовими в системі антикризового управління, націленої на запобігання борговим кризам. Станом на 30.09.2019 р. обсяг державного і гарантованого державою боргу України становив 1997,8 млрд грн або 83,0 млрд дол. США, з якої 88% припадало на прямий державний борг, а 12% – на борг, гарантований державою (табл. 2). Внутрішній борг складав 41,9% загальної суми державного і гарантованого боргу, а зовнішній борг – 58,1%.

За 9 місяців 2019 р. державний і гарантований борг, виражений **у гривнях, зменшився на 170,7 млрд грн.**, а доларова величина боргу збільшилася на 4,6 млрд дол. США. Різноспрямована динаміка вказаних показників пояснювалася підвищенням обмінного курсу гривні. При цьому внутрішній державний борг (з урахуванням гарантованого) за 9 місяців 2019 р. збільшився на 66,5 млрд грн., а зовнішній державний борг – зменшився на 2,3 млрд дол. США.

Основними складовими накопичення державного боргу в січні-вересні 2019 року були:

- позики іноземних комерційних банків (+0,61 млрд дол. США);
- облігації внутрішньої державної позики України (+65,8 млрд грн), серед яких найбільше зросла заборгованість за 6-річними ОВДП (+ 33,9 млрд грн) і 2-річними ОВДП (+ 34,9 млрд грн).

В той же час відбувалося нетто-погашення гарантованого зовнішнього боргу (на 1,26 млрд дол.) і прямого боргу міжнародним фінансовим організаціям (на 1,26 млрд дол.), зокрема, борг перед МВФ зменшився на 1,06 млрд дол. США.

За рахунок перевищення обсягів розміщення ОВДП на первинному ринку над сумами їх погашення **заборгованість Уряду за ОВДП** зросла із 758,8 млрд грн на початку року і 780,2 млрд на кінець I півріччя 2019 р. до 824,7 млрд грн на кінець вересня 2019 р. В III кварталі Мінфін активно розміщував 6-річні ОВДП, а також 2-річні, 5-річні, 7-річні та 12-місячні ОВДП. Приріст непогашеного боргу за III квартал становив 26,4 млрд грн. за 6-річними ОВДП, 19,7 млрд за 2-річними ОВДП і 11,9 млрд грн за 12-місячними ОВДП. У той же час основні виплати з погашення внутрішнього боргу припадали на 6-місячні ОВДП (зобов'язання за якими зменшилися на 12,9 млрд грн) і на 9-місячні ОВДП (на 11,0 млрд грн).

**Таблиця 2**  
**Стан державного і гарантованого державою боргу в 2013-2019 роках**

Показники	31.12. 2013	31.12. 2014	31.12. 2016	31.12. 2017	31.12. 2018	31.09. 2019
<b>Загальна сума державного та гарантованого державою боргу, млрд грн</b>	<b>584,8</b>	<b>1 100,8</b>	<b>1 929,8</b>	<b>2 141,7</b>	<b>2 168,6</b>	<b>1 997,8</b>
<b>Загальна сума державного та гарантованого державою боргу, млрд дол. США</b>	<b>73,16</b>	<b>69,81</b>	<b>70,97</b>	<b>76,31</b>	<b>78,32</b>	<b>82,95</b>
<b>Державний борг, млрд грн</b>	<b>480,2</b>	<b>947,03</b>	<b>1 650,8</b>	<b>1 833,7</b>	<b>1 860,5</b>	<b>1 758,0</b>
<b>Внутрішній борг, млрд грн</b>	<b>257,0</b>	<b>461,0</b>	<b>670,7</b>	<b>753,4</b>	<b>761,1</b>	<b>826,8</b>
1) за випущеними цінними паперами на внутрішньому ринку	254,05	458,23	668,13	751,02	758,84	824,7
ОВДП (3 – місячні)	0,00	0,00	0,01	0,55	6,64	0,00
ОВДП (6 – місячні)	0,55	0,17	0,22	10,88	8,97	11,01
ОВДП (9 – місячні)	0,00	0,85	0,20	0,00	24,18	8,24
ОВДП (12 – місячні)	2,96	7,34	3,48	6,90	19,16	37,38
ОВДП (18 – місячні)	2,80	0,77	29,26	30,28	37,42	30,49
ОВДП (2 – річні)	20,37	40,91	64,35	71,61	19,18	54,08
ОВДП (3 – річні)	34,66	46,59	18,46	46,63	62,89	75,13
ОВДП (5 – річні)	75,32	131,38	151,57	49,63	39,37	37,06
ОВДП (6 – річні)	9,50	27,10	24,10	7,80	5,80	39,67
ОВДП (7 – річні)	47,14	54,62	44,74	19,73	17,87	22,31
ОВДП (8 – річні)	14,30	31,30	27,42	18,90	17,50	17,50
ОВДП (9 – річні)	14,87	36,87	36,87	19,40	19,40	18,00
ОВДП (10 – річні)	15,74	50,25	74,83	62,65	62,65	67,72
ОВДП (11 – річні)	3,85	3,85	17,38	19,03	19,03	19,03
ОВДП (12 – річні)	1,50	1,50	28,50	36,50	36,50	36,50
ОВДП (13 – річні)	0,00	2,62	37,12	28,70	28,70	28,70
ОВДП (14 – річні)	0,00	3,25	51,25	46,90	46,90	46,90
ОВДП (15 – річні)	0,00	15,85	42,79	93,44	93,44	93,44
ОВДП (16 – річні)	0,00	0,00	0,00	12,10	12,10	12,10
ОВДП (17 – річні)	0,00	0,00	0,00	12,10	12,10	12,10
ОВДП (18 – річні)	0,00	0,00	0,00	12,10	12,10	12,10
ОВДП (19 – річні)	0,00	0,00	0,00	12,10	12,10	12,10
ОВДП (20 – річні)	0,00	0,00	0,00	12,10	12,10	12,10
ОВДП строк-тю більше 20 років	0,00	0,00	0,00	120,98	120,98	120,98
2) перед фінанс-ми установами	2,91	2,78	2,51	2,38	2,25	2,2
<b>Зовнішній борг, млрд грн</b>	<b>223,3</b>	<b>486,03</b>	<b>980,19</b>	<b>1 080,31</b>	<b>1 099,4</b>	<b>931,2</b>
<b>Зовнішній борг, млрд дол</b>	<b>27,93</b>	<b>30,82</b>	<b>36,05</b>	<b>38,49</b>	<b>39,71</b>	<b>38,7</b>
1) за позиками, одержаними від міжнародних фінансових організацій	7,74	10,72	13,68	14,52	13,39	12,1

Показники	31.12. 2013	31.12. 2014	31.12. 2016	31.12. 2017	31.12. 2018	31.09. 2019
2) за позиками, одержаними від органів управління іноземних держав	0,91	1,04	1,68	1,76	1,73	1,60
3) за позиками від іноземних комерційних банків, ін. Іноземних фінансових установ	0,00	0,00	0,00	0,00	0,40	1,01
4) за випущеними цінними паперами на зовнішньому ринку	17,38	17,28	19,04	20,47	22,48	22,25
ОЗДП 2010 року	2,00	2,00	0,00	0,00	0,00	0,00
ОЗДП 2011 року	2,75	2,75	0,00	0,00	0,00	0,00
ОЗДП 2012 року	5,85	4,85	0,00	0,00	0,00	0,00
ОЗДП 2013 року	4,25	4,25	3,00	3,00	3,00	3,00
ОЗДП 2014 року	0,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
ОЗДП 2015 року	0,00	0,00	14,04	12,47	12,47	11,81
ОЗДП 2016 року	0,00	0,00	1,00	1,00	1,00	1,00
ОЗДП 2017 року	0,00	0,00	0,00	3,00	3,00	3,00
ОЗДП 2018 року	0,00	0,00	0,00	0,00	2,01	2,35
ОЗДП 2019 року	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,09
5) борг, не віднес. до ін.категорій	1,90	1,78	1,65	1,75	1,71	1,67
<b>Гарантований борг, млрд грн</b>	<b>104,6</b>	<b>153,80</b>	<b>278,98</b>	<b>307,98</b>	<b>308,13</b>	<b>239,74</b>
<b>Внутрішній борг, млрд грн</b>	<b>27,13</b>	<b>27,86</b>	<b>19,08</b>	<b>13,28</b>	<b>10,32</b>	<b>11,10</b>
1) за випущеними цінними паперами на внутрішньому ринку	21,14	21,57	15,95	8,95	6,00	6,00
2) перед банківськими та іншими фінансовими установами	5,99	6,30	3,13	4,33	4,32	5,10
<b>Зовнішній борг, млрд грн</b>	<b>77,44</b>	<b>125,94</b>	<b>259,89</b>	<b>294,70</b>	<b>297,81</b>	<b>228,64</b>
<b>Зовнішній борг, млрд дол.США</b>	<b>9,69</b>	<b>7,99</b>	<b>9,56</b>	<b>10,50</b>	<b>10,76</b>	<b>9,49</b>
1) за позиками, одержаними від міжнародних фінансових організацій	2,03	2,54	7,02	8,18	8,56	7,94
2) за позиками, одержаними від органів управління іноземних держав	0,25	0,24	0,15	0,10	0,05	0,02
3) за позиками від іноземних комерційних банків, та ін. установ	3,88	3,27	2,28	2,10	2,03	1,44
4) за випущеними цінними паперами на зовнішньому ринку	3,40	1,81	0,00	0,00	0,00	0,00
5) борг, не віднес. до ін.категорій	0,13	0,12	0,11	0,12	0,11	0,11

Джерело: складено за даними Міністерства фінансів України.

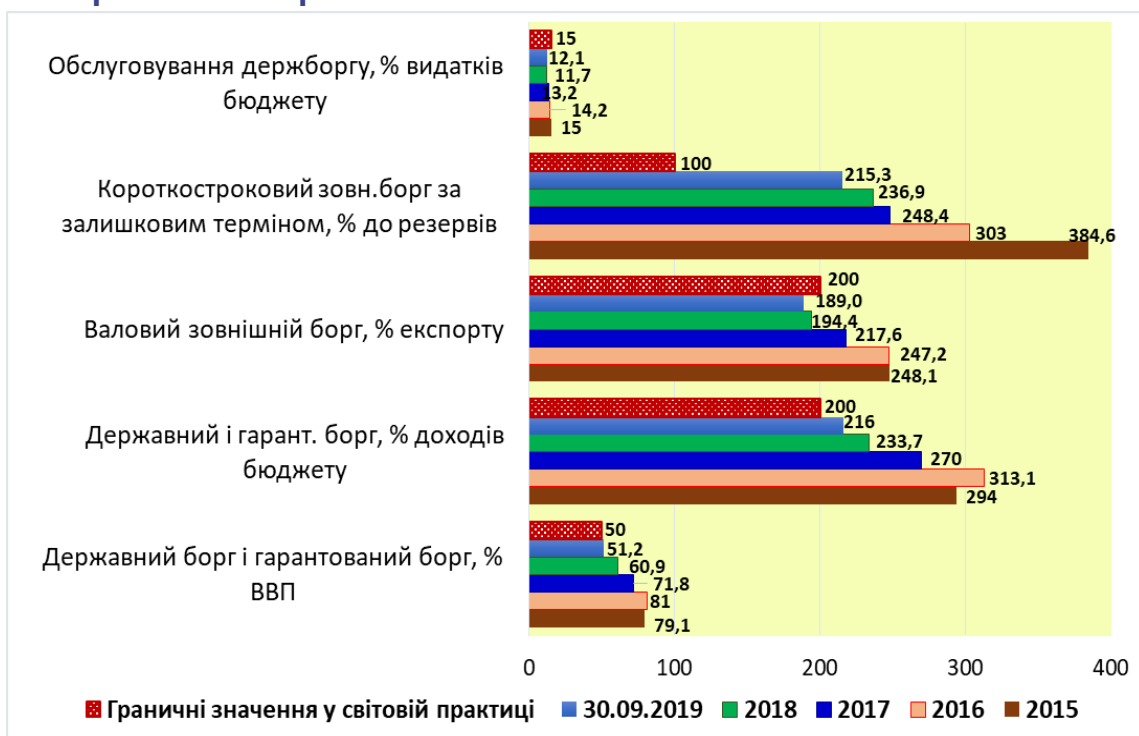
Для оцінки ризиків платоспроможності держави та ризиків макрофінансової стабільності в країні скористаємося стандартними показниками боргового навантаження України. Проведений нами аналіз засвідчує: починаючи з 2016 року, відносні показники навантаження державного боргу поступово покращувалися, але боргові ризики продовжували залишатися високими. Так, **величина державного і гарантованого боргу відносно ВВП зменшилася з пікового рівня 81% ВВП у кінці 2016 р. до 60,9% у кінці 2018 р. і до 51,2%**

**ВВП у вересні 2019. Такі зміни були викликані підвищенням реального обмінного курсу гривні та зростанням реального ВВП при стабілізації номінальної суми державного і гарантованого державою боргу.**

За результатами емпіричного дослідження ОЕСР граничний рівень державного боргу для країн з ринками, що формуються, складає 30-50 % ВВП, а для розвинутих країн – 70-90 %ВВП.<sup>8</sup> Тобто в Україні фактичний обсяг державного і гарантованого боргу **відносно ВВП** ще не досягає безпечного рівня.

**Відносно доходів бюджету** державний і гарантований борг станом на 30.09.2019 р. становив **216%**, зменшившись на 17,7 п.п. відносно кінця 2018 р. Однак, такі показники все ще були вищими гранично допустимого рівня боргу (200% доходів). Валовий зовнішній борг України на кінець I півріччя 2019 р. складав **189% експорту**, будучи нижчим від гранично допустимого показника (200% експорту) та засвідчуючи позитивну динаміку впродовж останніх років.

**Рис. 1. Динаміка індикаторів боргового навантаження України та їх порівняння з граничними значеннями**



Джерело: складено на основі даних МВФ, Світового банку, НБУ та Мінфіну України.

В Україні відношення короткострокового зовнішнього боргу **до валових міжнародних резервів** на кінець III кварталу 2019 р. становило **215,3%** і характеризувалося спадною динамікою. Однак, навіть такі зміни не забезпечували досягнення гранично допустимого рівня в 100%. Такий стан

<sup>8</sup> Fall F., Fournier J. Macroeconomic uncertainties, prudent debt targets and fiscal rules. – OECD Economic Department Working Paper. – July 2015.

вказує на потенційну нестійкість зовнішньо-боргової позиції України, а також недостатність міжнародних резервів для протидії валютним і борговим кризам. Наведені дані свідчать про те, що в нашій країні порушуються критерії боргової стійкості за трьома з п'яти ключових індикаторів. Тобто проблеми боргової стійкості державних фінансів і міжнародної платоспроможності України в даний час все ще залишаються на порядку денному. ***А оптимістична динаміка боргових показників України у 2018-2019 рр. пояснюється в основному покращенням макроекономічної ситуації в Україні, а не вирішенням проблеми боргового навантаження.***

З теорії відомо, що небезпека високого боргового навантаження в державному секторі пов'язана з дією таких чинників:

- посилення економічної непевності та зменшення в економіці приватних інвестицій внаслідок ефекту витіснення, що пригнічує темпи економічного зростання;
- необхідність генерування надлишку поточного рахунку платіжного балансу чи профіциту бюджету для обслуговування накопиченого боргу, що скорочує інвестиційний і споживчий попит у економіці;
- збільшення видатків бюджету на обслуговування боргу, внаслідок чого скорочуються видатки на соціально-економічні потреби, що в багатьох випадках призводить до зниження якості соціального капіталу в країні та доступності суспільних послуг для широких верств населення;
- втрата для уряду можливості проводити антициклічну фіскальну й монетарну політику, що позбавляє його інструментів підтримки сукупного попиту в кризових умовах;
- зростання ризиків рефінансування державного боргу: уряд раптово може втратити доступ до позичкового фінансування, що породжуватиме кризу ліквідності та генеруватиме кризові імпульси для економіки;
- підвищення вразливості економіки до впливу зовнішніх шоків – відсоткових ставок, цін на експортовані товари, попиту в країнах-партнерах, несприятливі зміни яких можуть спричинити дефолт держави.

### III. ОСНОВНІ ТЕНДЕНЦІЇ ФІНАНСУВАННЯ ДЕФІЦИТУ ДЕРЖАВНОГО БЮДЖЕТУ УКРАЇНИ В СІЧНІ-ВЕРЕСНІ 2019 РОКУ

**Дефіцит Державного бюджету** України за 9 місяців 2019 року становив 20,7 млрд грн, а Зведений бюджет мав профіцит у сумі 8,7 млрд грн. Відносна величина дефіциту Державного бюджету складала **0,7% ВВП**, в той час як у січні-вересні попереднього року – 0,3% ВВП. Відносні показники сальдо Зведеного бюджету України також мали негативну динаміку: його профіцит зменшився з 0,6% ВВП у січні-вересні 2018 до 0,3% ВВП у 2019 р.

Профіцит місцевих бюджетів за 9 місяців 2019 року досяг величини 29,4 млрд грн або 1,1% ВВП. Позитивне сальдо місцевих бюджетів, як і у попередні роки, пояснювалося пасивністю місцевих органів влади у використанні наданих у їх розпорядження фінансових ресурсів, а також їх слабкою інституційною спроможністю забезпечувати оновлення/ підтримання в належному стані об'єктів місцевої інфраструктури.

До **доходів загального фонду Державного бюджету** України за січень-вересень 2019 року надійшло 650,8 млрд грн або 94,6% коштів, запланованих бюджетним розписом на цей період. Номінальна сума надходжень до загального фонду держбюджету збільшилася за 9 місяців 2019 року на 6,8% відносно того ж періоду попереднього року, що означало скорочення реальної суми надходжень на 0,7%.

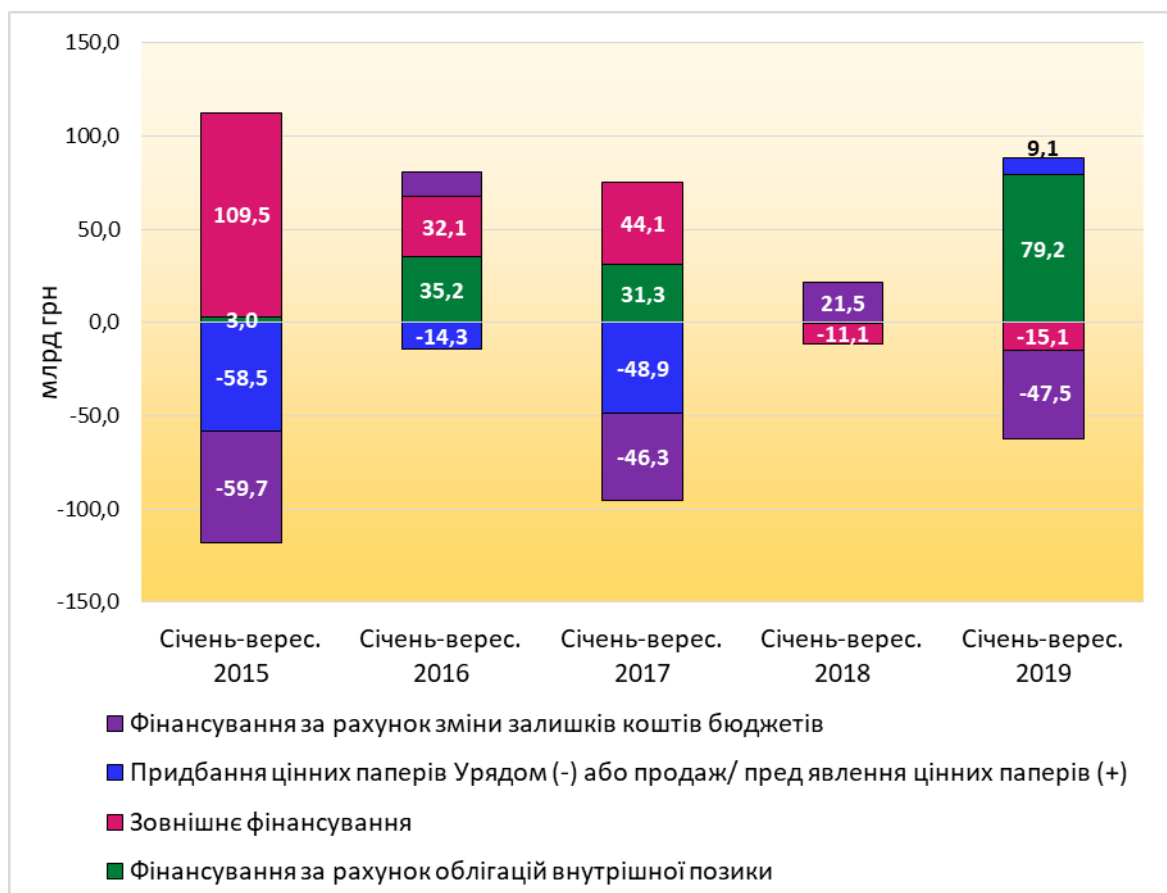
Доходи загального фонду **Зведеного бюджету України** в абсолютному вираженні збільшилися на 9,4% відносно аналогічного періоду попереднього року, що означало збільшення реального обсягу надходжень на 0,9%. Сумарні доходи Зведеного бюджету України (із врахуванням спеціального фонду) номінально зросли на 10,8%, а реально – на 3,3% відносно аналогічного періоду попереднього року. Вказані темпи зростання реальних доходів Зведеного бюджету приблизно відповідали темпам зростання реального ВВП України за 9 місяців.

Серед **джерел фінансування дефіциту Державного бюджету** в січні-вересні 2019 року найбільш помітним компонентом стало фінансування за рахунок облігацій внутрішньої позики – 79,2 млрд грн (рис. 2). При залученні внутрішніх державних позик на суму 296,0 млрд грн виплати у рахунок погашення внутрішнього боргу становили 216,9 млрд грн. Сума чистого зовнішнього фінансування була негативною і становила -15,1 млрд грн. Це пояснювалося недостатністю суми валового залучення зовнішніх позик (65,8

млрд грн) для погашення зовнішніх боргових зобов'язань (80,9 млрд грн) у цей період.

Тобто у січні-вересні 2019 р. відбувалося нетто-погашення зовнішнього державного боргу, що, безумовно, стало позитивним явищем. До сприятливих змін у складі фінансування дефіциту слід віднести і формування позитивного сальдо за статтею «надходження від продажу/ пред'явлення цінних паперів Урядом» обсягом 9,1 млрд грн. У реальній площині вказані надходження були забезпечені погашенням векселів Фонду гарантування вкладів, фінансування під які він отримував у кризові 2014-2017 рр. для виплати відшкодувань вкладникам неплатоспроможних банків.

**Рис. 2. Джерела фінансування дефіциту державного бюджету у січні-вересні 2015–2019 років**



*Джерело: складено за даними Державного казначейства.*

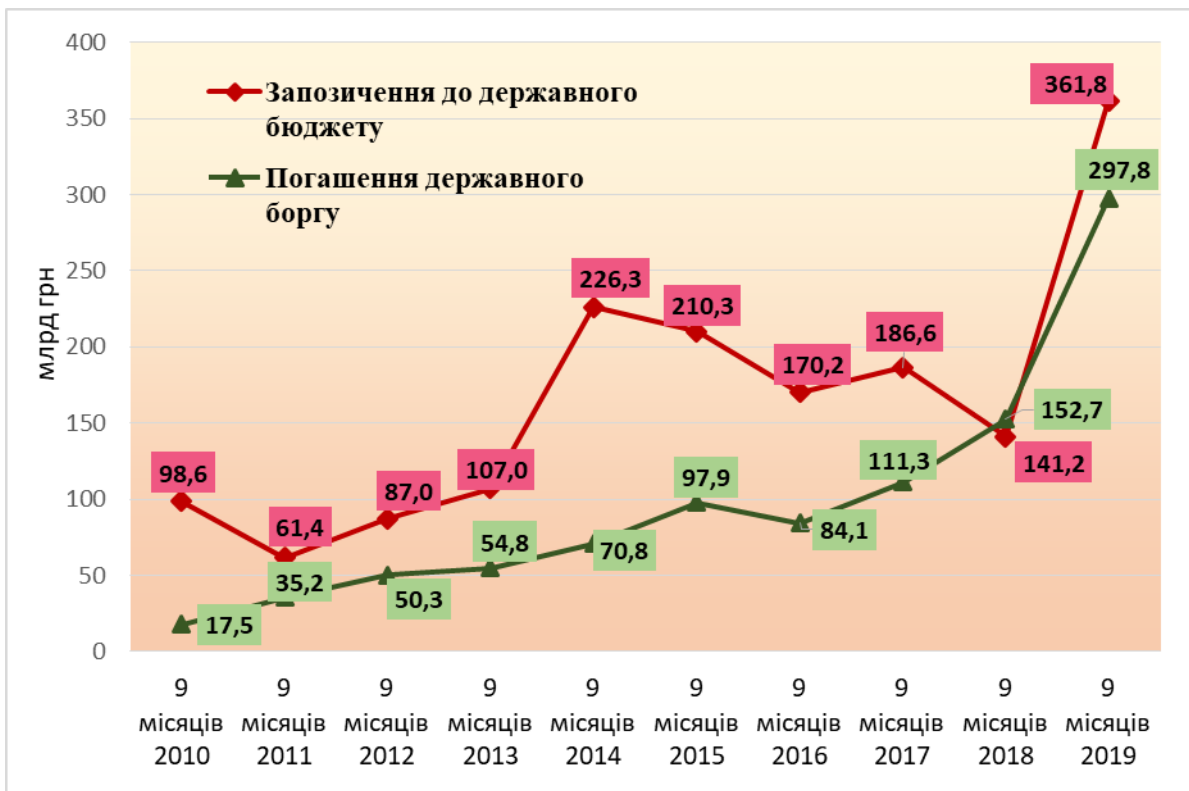
Фінансування за рахунок зміни залишків бюджетних коштів в січні-вересні 2019 р. мало від'ємну величину і становило -47,5 млрд грн. Це відображало процес **накопичення вільних залишків коштів бюджету**, що, з одного боку, **підвищувало ліквідність Уряду**, а, з іншого боку, **вказувало на неефективне управління грошовими потоками Уряду**. Станом на 1 жовтня 2019 р. на єдиному казначейському рахунку (ЄКР) було накопичено 61,6 млрд грн. Великі залишки бюджетних коштів пояснювалися розміщенням

значних сум внутрішніх державних позик, які не були використані на погашення боргу чи фінансування видатків бюджету.

Небезпечним результатом утворення надлишку залишку таких коштів є виникнення додаткових видатків бюджету на обслуговування державних позик, які стали джерелом їх накопичення. Згідно з нашими оцінками, **за поточного рівня відсоткових ставок за ОВДП на кожен залучений від їх продажу 1 млрд грн., що осідає на ЄКР і не спрямовується на фінансування бюджетних витрат, Мінфін щомісяця нараховує 12,5 млн грн відсоткових платежів.**

У січні-вересні 2019 році **фінансування дефіциту бюджету за борговими операціями** становило 64,0 млрд грн, що є помірним показником для часового інтервалу 9 місяців 2010 – 9 місяців 2019 років (див. рис. 3). Але суми валового державного запозичення, як і суми погашення державного боргу, в поточному періоді суттєво збільшилися порівняно з попередніми періодами. Така ситуація відображає, перш за все, боргову експансію держави на внутрішньому ринку та короткостроковий характер більшості внутрішніх позик, які залучалися та погашалися в межах одного фінансового року.

**Рис. 3. Порівняння обсягів запозичень до державного бюджету та погашення державного боргу за 9 місяців 2010–2019 років**



Джерело: складено за даними Державного казначейства

У січні-вересні 2019 р. від державних позик до бюджету надійшло 361,8 млрд грн, при цьому 81,8% запозичених коштів було мобілізовано на

внутрішньому ринку. На погашення державного боргу спрямовано 297,8 млрд. грн бюджетних коштів, більшу частину яких (72,8%) отримали внутрішні кредитори держави - 217,0 млрд грн. Переважання сум погашення внутрішнього боргу над сумами погашення зовнішнього пояснюється, передусім, короткостроковим характером позик на внутрішньому ринку.

Сума **внутрішніх державних позик** становила 296,0 млрд грн, з яких 194,8 млрд – надходження від розміщення гривневих ОВДП, а 101,2 млрд. грн. – ОВДП у доларах США і євро. Серед гривневих інструментів на первинному ринку розміщувалися переважно ОВДП терміном до 1 року (49,1% загальної суми) і ОВДП терміном від 1 до 3 років (30,1% загальної суми позик). Валютні ОВДП пропонувалися інвесторам у формі доларових ОВДП строковістю до 1 року та від 1 до 3 років, а також у формі ОВДП, номінованих у євро терміном до 1 року.

Сума **зовнішніх запозичень Уряду** за 9 місяців становила 65,8 млрд грн, із яких 87,7% або 57,7 млрд грн отримано внаслідок розміщення державних цінних паперів і залучення позик іноземних комерційних банків. Зокрема, зовнішні 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.

**Видатки на обслуговування державного боргу** в січні-вересні 2019 року становили 92,4 млрд. грн. або **3,3% ВВП**. Загальний обсяг виплат з **погашення й обслуговування боргу** сягнув величини 390,2 млрд. грн або **14% ВВП**. **Питома вага видатків на обслуговування боргу** в загальному обсязі видатків державного бюджету становила **12,2%**, а **питома вага платежів за державним боргом у витратах бюджету** (сума видатків бюджету, надання кредитів, погашення боргу та придбання цінних паперів) досягла **36,7%**.

Аналіз показників боргових виплат упродовж 2013-2019 років свідчить про вагоме **зростання тягаря погашення і обслуговування боргу** після 2014 р. із досягненням пікових значень у 2015-2016 рр., деяким зниженням у 2017-2018 і підвищенням окремих показників боргового навантаження у 2019 р. Відносно ВВП обсяг платежів за державним боргом збільшився з **7,5%** за 9 місяців 2013 р. до **11,4%** ВВП за 9 місяців 2015 р., потім дещо зменшився до **9,6 - 10,1%** ВВП у 2016-2018 рр., і в січні-вересні 2019 р. досяг максимального значення – **14%**. Сума відсоткових платежів за державним боргом збільшилася з **2,3%** ВВП у 2013 році до 4,7% у 2016 і надалі поступово зменшувалася – до **3,3%** у 2019 році.

**Значний обсяг видатків бюджету на обслуговування боргу обмежує можливості держави надавати якісні публічні блага громадянам, підтримувати вразливі категорії населення та стимулювати розвиток економіки.** Такі явища, безперечно, підривають перспективи економічного відродження країни, погіршують якість життя багатьох людей та підвищують ризики соціально-політичних потрясінь.

**Таблиця 3**
**Тиск боргових платежів на державний бюджет і ВВП країни**

Показники	2013 9 місяців	2014 9 місяців	2015 9 місяців	2016 9 місяців	2017 9 місяців	2018 9 місяців	2019 9 місяців
ПЛАТЕЖІ ЗА ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ, млрд грн, у т. ч.:	<b>79,1</b>	<b>104,2</b>	<b>160,2</b>	<b>161,6</b>	<b>200,4</b>	<b>239,7</b>	<b>390,2</b>
- внутрішнім	46,3	67,7	122,6	123,3	110,2	165,7	267,9
- зовнішнім	32,8	36,5	37,6	38,3	90,9	74,0	122,3
Частка платежів за державним боргом у ВИТРАТАХ бюджету, %	<b>22,2</b>	<b>22,2</b>	<b>29,9</b>	<b>28,2</b>	<b>27,3</b>	<b>28,6</b>	<b>36,7</b>
Частка відсоткових виплат за боргом у ВИДАТКАХ бюджету, %	<b>8,5</b>	<b>11,2</b>	<b>16,7</b>	<b>16,5</b>	<b>15,6</b>	<b>12,8</b>	<b>12,2</b>
Відношення відсоткових виплат за боргом до ВВП, %	<b>2,3</b>	<b>2,9</b>	<b>4,4</b>	<b>4,7</b>	<b>4,3</b>	<b>3,7</b>	<b>3,3</b>
Відношення платежів за державним боргом до ВВП, %	<b>7,5</b>	<b>9,1</b>	<b>11,4</b>	<b>9,7</b>	<b>9,6</b>	<b>10,1</b>	<b>14,0</b>

*Джерело: складено за даними Державної казначейської служби і Державного Комітету статистики*

Видатки на обслуговування державного боргу в Україні є надмірно високими. Очевидно, що витрачання обмежених бюджетних ресурсів на виплату аномально високих відсотків за державним боргом є злочинною дією для держави, яка страждає від масової бідності та депопуляції населення, має низько-конкурентоспроможну економіку та бореться за незалежність із колишньою імперією.

Надмірні обсяги державного боргу України і високий тягар його обслуговування обумовлюють залежність ситуації у секторі державних фінансів і зовнішньому секторі економіки від ритмічності надходження позичкового фінансування (як зовнішнього, так і внутрішнього). А будь-які затримки та зриви із залученням державних позик можуть підвести Україну до бюджетно-боргової кризи. Валові потреби у позичковому фінансуванні бюджету для покриття дефіциту і погашення основної суми боргу оцінюються МВФ для України на рівні 9,5% ВВП на 2019 рік.

У IV кварталі 2019 р. Україна має сплатити близько 90 млрд грн у рахунок погашення і обслуговування державного боргу. Виплати на 2020 рік

прогнозуються Міністерством фінансів у розмірі 434,7 млрд грн, з яких обслуговування боргу – 141,8 млрд грн, а погашення боргу – 292,9 млрд грн. Сумарний обсяг боргових платежів у 2020 р. має досягти 41% дохідної частини державного бюджету, а відсоткові платежі за державним боргом – 13%. Висока **боргова залежність держави породжує значні виклики для стабільності державних фінансів і платіжного балансу України.**

У частині зовнішнього фінансування Міністерство фінансів передбачає залучити у 2020 р. до загального фонду бюджету 4,2 млрд дол. США від розміщення єврооблігацій та 50 млн дол. від кредиту МБРР. Однак, у наступному році багато експертів прогнозують погіршення ситуації на світових фінансових ринках, що може ускладнити залучення зовнішніх комерційних позик Урядом/ зробити їх невиправдано дорогими. Таким чином, **план державних запозичень Міністерства фінансів у частині залучення до бюджету наступного року зовнішніх комерційних позик в сумі 4,2 млрд дол. США є непевним і високоризиковим.**

За існування високого потенціалу внутрішнього ринку капіталів **суттєва увага має приділятися внутрішнім позикам як джерелу фінансування бюджетного дефіциту.** Поряд з цим, **Уряд має більш активно взаємодіяти з іноземними офіційними кредиторами, як двосторонніми, так і багатосторонніми, що надають кредитні ресурси за помірними відсотковими ставками і в змозі частково покрити дефіцит зовнішнього фінансування у період масштабних зовнішньо-боргових виплат.** Проблеми інтенсифікації співробітництва України з міжнародними фінансовими організаціями (МФО) більш детально будуть розглянуті в V розділі.

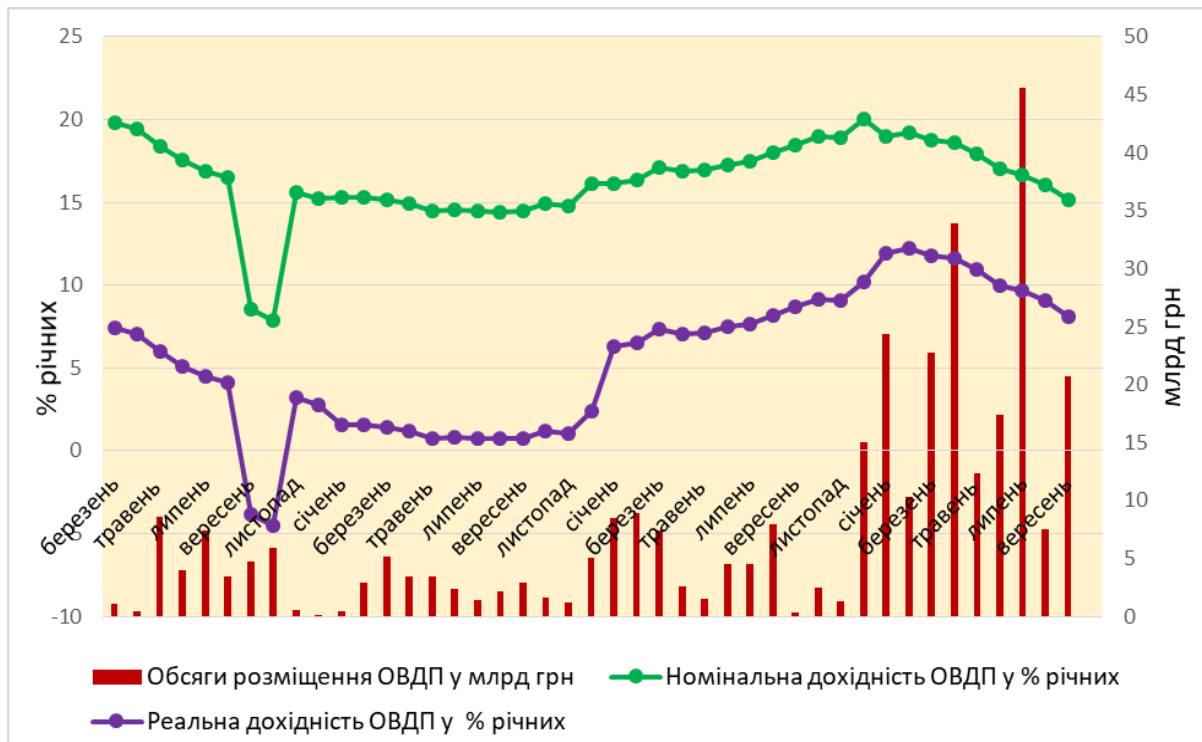
## IV. АНАЛІЗ РИНКУ ВНУТРІШНІХ ДЕРЖАВНИХ ПОЗИК

За 9 місяців 2019 року до бюджету надійшло 194,8 млрд грн від розміщення гривневих ОВДП, із яких 43,9% мали термін обігу до 1 року. Вказана частка помітно відрізняється від показника IV кварталу 2018 року – 99,9%. Таким чином, ризики рефінансування внутрішнього державного боргу України зменшувалися, хоча й залишалися достатньо високими.

Від розміщення валютних ОВДП до бюджету було залучено 3767 млн дол США і 189,3 млн євро. Таким чином, близько 34% загального обсягу надходжень від ОВДП забезпечували валютні позики Уряду. Такі позики, попри властиві їм валютні ризики, виступали корисною альтернативою зовнішнім запозиченням, які є більш дорогими і більш ризиковими для платіжного балансу країни.

У січні-вересні відсоткові ставки за внутрішніми позиками залишалися надмірно високими, хоча й демонстрували низхідну динаміку. Так, середньозважена номінальна дохідність гривневих ОВДП у III кварталі 2019 р. становила 15,3%, дещо зменшившись порівняно з II кварталом - 17,3% і з I кварталом 2019 року – 18,4%.

**Рис.4. Обсяги розміщення, номінальна і реальна дохідність гривневих ОВДП, залучених до бюджету, в 2016 – 2019 роках**



Джерело: складено автором за даними НБУ.

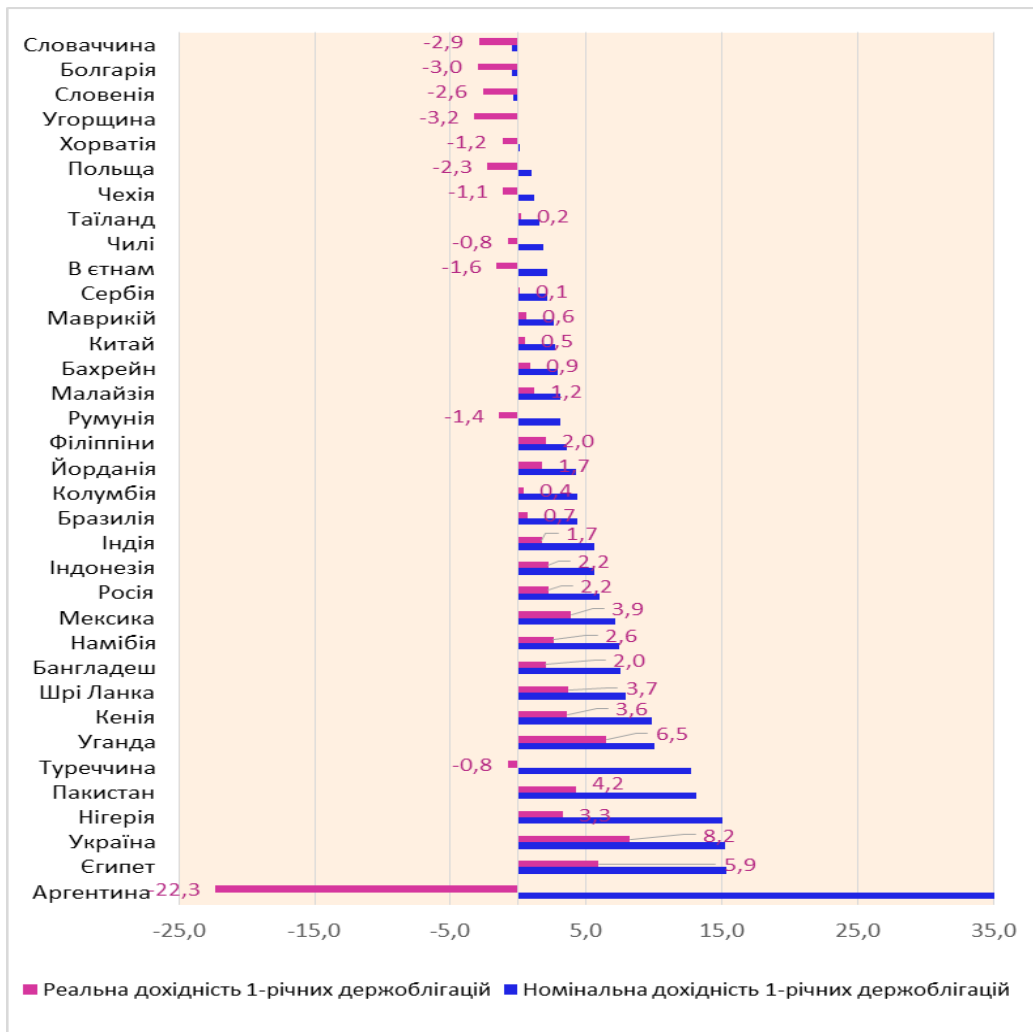
**Високий рівень відсоткових ставок за ОВДП відобразив наслідки жорсткої монетарної політики НБУ та цілеспрямованої політики Мінфіну**

**з утримання високої дохідності облігацій навіть в умовах масштабного припливу іноземного спекулятивного капіталу.** Цьому сприяли також слабка конкуренція серед внутрішніх інвесторів і обмеження прямого доступу роздрібних інвесторів на ринок ОВДП.

Обсяги розміщення гривневих ОВДП, рівень їх номінальної та реальної дохідності у помісячному розрізі в 2016 р. – III кварталі 2019 р. відображено на рис. 4. Як бачимо, **суми розміщення ОВДП на первинному ринку за 9 місяців 2019 р. збільшилися в 4,2 разу відносно аналогічного періоду 2018 р. і в 20,1 разу відносно цього ж періоду 2017 р.**

Реальна дохідність гривневих ОВДП становила **12%** річних у січні, **11,8%** у березні, **10,9%** у травні, **9,7%** у липні та **8,1%** річних у вересні 2019 р. Такий високий рівень реальних відсоткових ставок за ОВДП є безпрецедентним як з точки зору міжнародних порівнянь України, так і з точки зору часових порівнянь вартості залучення державних позик в Україні.

**Рис.5. Номінальні і реальні відсоткові ставки за 1-річними держоблігаціями в національних валютах у країнах з ринками, що формуються**



Джерело: складено автором за даними [www.investing.com](http://www.investing.com)

В історичному ракурсі дані рис. 4 демонструють, що у 2017 р. реальна дохідність ОВДП у національній валюті знаходилася на рівні 0,7% – 2,4% річних. У 2018 р. реальна дохідність помітно зросла: з 6,3% у січні до 10,2% річних у грудні. У лютому 2019 р. реальна дохідність ОВДП досягла пікового значення – 12,2% і відтоді повільно знижувалася – до 8,1% річних у вересні 2019 року. З одного боку, кроки Міністерства фінансів щодо зниження номінальних і реальних відсоткових ставок ОВДП у 2019 р. ми оцінюємо позитивно. Але, з іншого боку, **з огляду на масовий приплив іноземного капіталу на ринок ОВДП після під'єднання України до системи «Clearstream», Мінфін України мав усі можливості для більш радикального зниження ставок за ОВДП.** Тим більше в умовах фактичного відмежування ринку ОВДП (внаслідок безперешкодного доступу нерезидентів) від внутрішнього грошово-кредитного ринку, вартість ресурсів на якому помітно корелює з рівнем облікової ставки НБУ.

У даний час **серед 35 країн з ринками, що формуються, Україна має одну з найвищих номінальних дохідностей внутрішніх облігацій і знаходиться на III місці в рейтинговому списку** (див. рис. 5). За рівнем номінальних відсоткових ставок 1-річних облігацій (15,2% річних) Україну випереджають лише Єгипет (15,3%) і Аргентина (35%). Для порівняння: у Болгарії, Словаччині, Угорщині та Словенії номінальні ставки мають від'ємні значення, а в Хорватії, Чехії, Польщі, Чилі та Таїланді ставки не перевищують 2% річних. А в Марокко, Китаї, Сербії, Чилі, Малайзії, Філіппінах, Румунії, В'єтнамі номінальні ставки знаходяться у діапазоні 2 – 4% річних (джерело даних - investing.com).

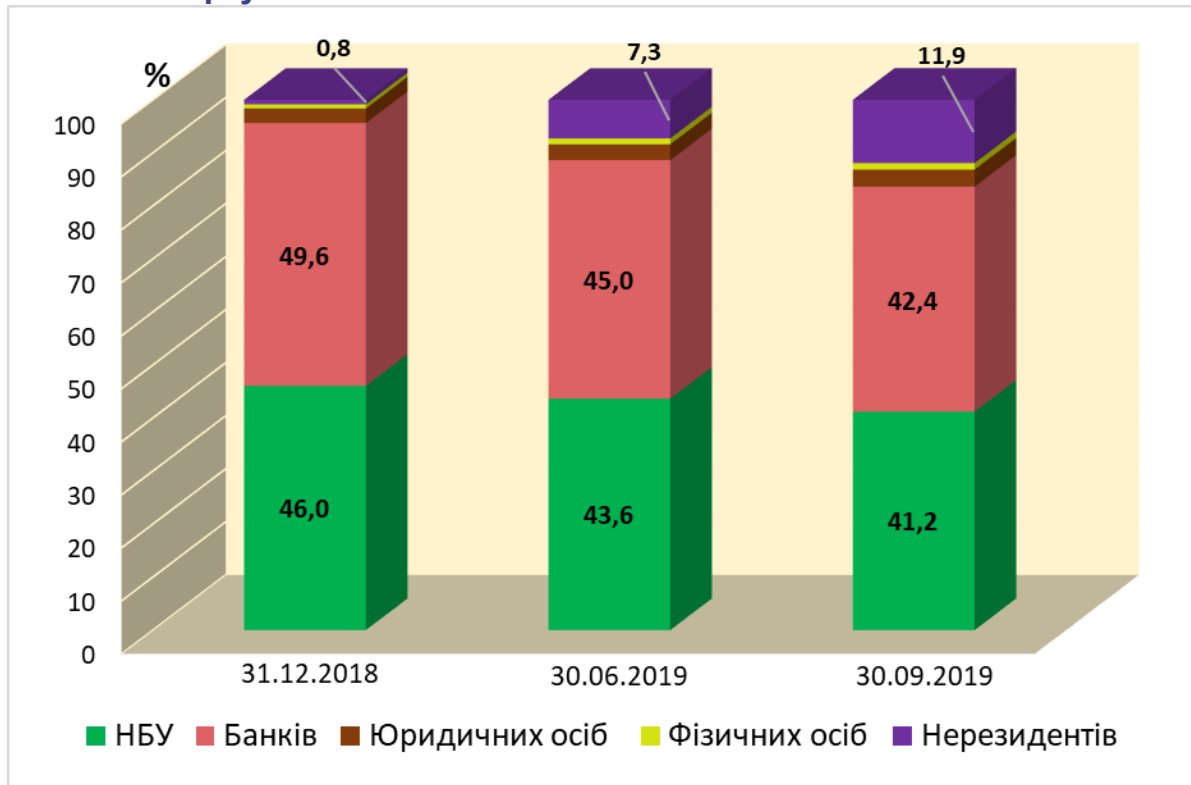
В той же час **за рівнем реальних відсоткових ставок за внутрішніми держоблігаціями Україна займає I місце в світі, маючи реальну дохідність на рівні 8% річних.** Найближчими сусідами України у рейтингу найбільш дорогих позичальників є Уганда (з реальною дохідністю 6,5%) та Єгипет (5,9%). Прикметно, що серед 35 країн з ринками, що формуються, 12 країн мають від'ємні відсоткові ставки за 1-річними державними облігаціями. Це – нові члени ЄС, а також Чилі, В'єтнам, Туреччина і Аргентина (рис. 5).

В Україні частина внутрішнього державного боргу, по суті, є зовнішнім боргом, оскільки являє собою заборгованість Уряду перед нерезидентами. Портфель ОВДП у власності нерезидентів протягом січня-жовтня збільшився на 93,2 млрд грн, сягнувши 99,5 млрд грн. У результаті - в складі гривневих ОВДП, які знаходяться в обігу, частка нерезидентів збільшилася з 1% до 11,9% (див. рис. 6). Такі зміни у складі бази інвесторів у державні цінні папери сприяли зменшенню валютних ризиків державного боргу України, однак посилювали ризики ліквідності та ризики нестабільності платіжного балансу країни.

Згідно з нашими оцінками, **значна присутність портфельних інвесторів на ринку ОВДП посилює ризики рефінансування державного боргу, збільшує вплив коштів за статтею «доходи» поточного рахунку**

платіжного балансу та посилює ризики волатильності обмінного курсу гривні. Як зазначалося в аналітичному огляді «Стан грошової сфери в Україні у січні-вересні 2019 року», операції нерезидентів з ОВДП, посприявши ревальвації гривні в поточному році, несуть у собі значні девальваційні ризики на найближче майбутнє, які за силою впливу можуть значно перевищити отриманий ревальваційний ефект.

**Рис.6. Частка різних категорій утримувачів ОВДП за сумою основного боргу в %**



Джерело: розраховано автором за даними НБУ.

За високих валютних ризиків і ризиків рефінансування, властивих структурі державного боргу України, активне залучення Міністерством фінансів позичкових коштів на внутрішньому ринку і збільшення їх строкowości позитивно впливають на профіль боргових ризиків. Але з іншого боку, за умов гострого «грошового голоду» в економіці ринок ОВДП поглинає все більшу частину наявної грошової маси, поглиблюючи дефіцит ліквідності в реальному секторі. Рівень банківських кредитів корпоративному сектору відносно ВВП на кінець III кварталу 2019 р. становив 24%, зменшившись на 20 в.п. ВВП порівняно з кінцем 2013 р. У даний час в Чехії, Польщі, Словаччині та Хорватії рівень банківських кредитів відносно ВВП є вдвічі вищим, ніж в Україні, а в Естонії – в 2,5 рази вищим.<sup>9</sup>

<sup>9</sup> Богдан І. Рівень кредитування економіки у країнах Центральної та Східної Європи. - <https://www.facebook.com/photo.php?fbid=2128865553858258&set=a.662901810454647&type=3&theater>

Рівень монетизації української економіки (відношення грошової маси до ВВП) є надзвичайно низьким і продовжує знижуватися. Як зазначалося в останньому аналітичному огляді «Стан грошової сфери в Україні», рівень монетизації скоротився з 55% у 2013 р. до 35% у 2018 р. і за прогнозом він скоротиться до 33% ВВП на кінець 2019 року. При цьому відношення державного і гарантованого державою боргу до грошової маси збільшилося з 64,3% у кінці 2013 р. до 153% у кінці вересня 2019 р. За оцінками д-ра екон. наук В. Зимовця максимально допустимим значенням вказаного коефіцієнту для України є 50%, перевищення якого є фактором підвищення відсоткових ставок на внутрішньому кредитному ринку.<sup>10</sup>

Отже, пріоритетними завданнями фінансової політики Уряду і боргової політики, як її складової частини, на 2019-2020 рр. мають б стати:

- скорочення абсолютного і відносного розміру боргового навантаження;
- зміна структури державного боргу України на користь внутрішнього боргу і збільшення середньої строковості боргової зобов'язань держави;
- радикальне зниження рівня номінальних і реальних відсоткових ставок за ОВДП із доведенням показника номінальної ставки до рівня 9-9,5% річних на кінець 2020 року.

Але отримання позитивних результатів від переорієнтації боргової політики на досягнення вказаних цілей неможливе без впровадження нової парадигми монетарної політики, оздоровлення грошово-кредитної системи України і відновлення повноцінного кредитування реального сектору економіки.

<sup>10</sup> Зимовець В. Державна фінансова політика економічного розвитку. – Київ, Ін-т економіки та прогнозування НАНУ, К.: 2010.

## V. СПІВРОБІТНИЦТВО УКРАЇНИ З МІЖНАРОДНИМИ ФІНАНСОВИМИ ОРГАНІЗАЦІЯМИ: ПРОБЛЕМНІ СФЕРИ ТА НАПРЯМИ ВДОСКОНАЛЕННЯ

У складі державного і гарантованого державою боргу України на заборгованість перед міжнародними фінансовими організаціями (МФО) є доволі суттєвою і складає 24,2% загальної суми боргу. Абсолютна сума державного боргу України перед МФО в кінці вересня 2019 р. становила 20,1 млрд дол. США. Найбільшими кредиторами України серед МФО є такі: МВФ - 9,4 млрд дол. США, МБРР – 5,3 млрд дол., Європейський Союз – 3,6 млрд дол., ЄБРР – 0,83 млрд дол., Європейський інвестиційний банк – 0,8 млрд дол. США.

Зараз в Україні реалізується 32 проекти за підтримки МФО із загальним обсягом фінансування 7,6 млрд дол. США.

Співробітництво України з МФО надає Україні такі **переваги**:

- можливість отримувати позики за низькими ставками, з тривалим терміном погашення боргу,
- підтримувати платіжний баланс і бюджет країни,
- реалізувати суспільно-значущі інвестиційні проекти, які для інших інвесторів є дуже ризикованими чи вимагають спеціальних техніко-економічних знань.

Але, з іншого боку, кредити МФО фактично стають передавальним механізмом для впровадження **зовнішнього управління економікою**. Надаючи політично обумовлені позики, МФО диктують Україні як цільову спрямованість, так і набір тактичних інструментів економічної політики. Наприклад, при реалізації кредитних програм МВФ основоположним документом для Уряду, який, по суті, підміняє собою національну програму соціально-економічного розвитку, є Меморандум економічної політики.

Іншою проблемою є те, що внаслідок низької інституційної спроможності, наші державні структури та установи приватного сектору не в змозі ефективно освоювати кошти МФО і реалізувати спільні проекти. Так, **рівень вибірки коштів** за діючими на сьогодні проектами МФО залишається дуже низьким: за даними Мінфіну в кінці 2018 р. він становив від 48,2% для ЄБРР і 27% для Світового Банку до 15,6% для ЄІБ і 4,9% для KfW.

Частина кредитних коштів МФО надходять до бюджету у формі прямих позик до загального або спеціального фонду бюджету, а частина – під гарантії Уряду до підприємств-позичальників (здебільшого державних компаній). В залежності від того, хто офіційно виступає позичальником за кредитною угодою (держава Україна чи компанія під Урядову гарантію), кредитні кошти обліковуються у складі прямого чи гарантованого державою боргу.

У деяких випадках під тиском МФО відбувається покладання на державний чи гарантований державою борг України звичайних комерційних позик, які б мали надаватися МФО кінцевим позичальникам або українським банкам-кредиторам безпосередньо. **Фіскальні ризики** таких проектів є високими, а їх започаткування невиправдано посилює борговий тиск на державний бюджет. До таких проектів, що діяли в 2019 р., належать:

1) *проект доступу до довготермінового фінансування*: кредитор – МБРР, сума позики – 150 млн. дол. США, бенефіціари - українські комерційні банки, українські підприємства у промисловому та комерційному секторах, основний виконавець - АТ “Укрексімбанк”, гарантійна позика;

2) *основний кредит для малих та середніх підприємств та компаній з середньою капіталізацією*: кредитор – ЄІБ, сума позики – 400 млн. євро, бенефіціари - малі та середні підприємства та компанії з середнім рівнем капіталізації, основний виконавець - Мінфін України, пряма позика до спеціального фонду бюджету;

3) *основний кредит для аграрної галузі України*: кредитор – ЄІБ, сума позики – 400 млн. євро, бенефіціари - малі та середні підприємства в аграрному секторі економіки, основний виконавець - Мінфін України, пряма позика до спеціального фонду бюджету;

4) *проект закупівлі верстатів капітального ремонту свердловин та покращення ефективності АТ «Укргазвидобування»*: кредитор – ЄБРР, сума позики – 51,9 млн. євро, бенефіціар - АТ «Укргазвидобування», основний виконавець - АТ «Укргазвидобування», гарантійна позика;

5) *рефінансування енергоефективних інвестицій малих та середніх підприємств України через фінансовий сектор*: кредитор – КфВ, сума позики – 7 млн. євро, бенефіціари - українські фінансові установи, малі та середні підприємства, основний виконавець – Мінфін України, пряма позика до спеціального фонду бюджету.

Дані проекти переслідують здебільшого комерційні цілі і сприяють розвитку окремих бізнесів. Реєстр спільних з МФО проектів на сьогодні містить таку інформацію щодо **мети цих проектів**:

1) фінансування МБРР інвестиційних, інноваційних проектів розвитку приватного сектору економіки, зокрема МСП, проектів розбудови інфраструктури, проектів з підтримки експорту, що сприятимуть зміцненню конкурентних переваг підприємств (проект доступу до довготермінового фінансування);

2) розширення можливостей кредитного фінансування (через уповноважені банки) приватних підприємств реального сектору економіки, зокрема МСП та установ з середньою капіталізацією, підтримка проектів з енергоефективності, пом'якшення наслідків змін клімату (основний кредит ЄІБ для МСП і компаній з середньою капіталізацією);

- 3) збільшення можливостей кредитного фінансування аграрного сектору, зокрема проектів МСП в аграрному секторі, портфелю проектів з модернізації в напрямках зернових та олійних культур, рибного господарства і аквакультури в Україні (основний кредит ЄІБ для аграрної галузі України);
- 4) фінансування закупівлі верстатів для ремонту свердловин з метою збільшення видобутку газу з існуючих родовищ для АТ «Укргазвидобування» (проект ЄБРР закупівлі верстатів капітального ремонту свердловин та покращення ефективності газовидобування);
- 5) фінансування обраних українських банків для надання ними субкредитів українським МСП та приватним підприємцям з метою фінансування інвестицій в енергоефективність (рефінансування енергоефективних інвестицій МСП через фінансовий сектор).

В рамках указаних комерційних проектів кредитори (МФО) мали б безпосередньо взаємодіяти з українськими бенефіціарами – суб'єктами підприємницького сектору без покладання власних ризиків на державний бюджет України.

В стратегічному контексті **удосконалення механізмів співробітництва України з МФО, з одного боку, є вагомою складовою регулювання боргового навантаження, а з іншого – дієвим важелем впровадження інституційних реформ та поживлення інвестиційних процесів в Україні.**

Найбільш **нагальними завданнями**, що мають бути реалізовані Урядом і Верховною Радою України, у сфері планування, реалізації та моніторингу спільних з МФО проектів, є такі:

- **посилення ролі Української Сторони в процесах ініціювання, планування та підготовки проектів**; зокрема, на стадії підготовки програмних документів МФО з питань їх діяльності в Україні (Стратегій партнерства Світового банку з Україною, стратегій ЄБРР в Україні та інших програмних документів МФО);
- **активізація участі України у реформуванні та безпосередній діяльності МФО**, відкритість й готовність уряду до дискусій з питань започаткування майбутніх проектів, що фінансуються МФО;
- **узгодження кредитних програм співробітництва України з МФО із середньостроковою Стратегією управління державним боргом та Бюджетною декларацією**;
- проведення **ретельного відбору і незалежної експертизи проектів для фінансування у бюджетній сфері чи з наданням державних гарантій** з урахуванням факту їх пріоритетності для України та потенційних фінансових витрат для державного бюджету;
- **професійне відстоювання національних інтересів у процесі взаємодії України з МВФ і МБРР**, вироблення активної позиції при розробці заходів економічної політики у рамках системних проектів МБРР чи кредитних програм МВФ, пропонування власних заходів/ методів подолання

фінансових розривів у секторах державних фінансів, зовнішньо-економічному та грошово-кредитному;

- в Урядовій концепції від грудня 2018 р. **щодо муніципальних проектів** справедливо піднімається **питання переходу** від спрямування коштів через державний бюджет та під Урядові гарантії **до кредитування органів місцевого самоврядування та надання місцевих гарантій**;
- спрямування зусиль на **збільшення кількості самоокупних інвестиційних проектів** у корпоративному секторі економіки (як державному, так і приватному) **без гарантування кредитів Урядом і посередництва держави як суверенного позичальника**; це стосується кредитів ЄБРР, ЄІБ, банку «КфВ», Експортно-імпортного банку Китаю;
- розробка системи заходів для **активізації співробітництва українських підприємств з такими установами як БАГІ, МФК, ЧБТР, ЄІБ, ЄБРР** та ін., що можуть стати вагомим джерелом довгострокового фінансування перспективних інвестиційних проектів у підприємницькому секторі;
- ініціювання на найвищому рівні питання **узгодження правил закупівель МФО з правилами державних закупівель в Україні**, опрацювання питання використання платформи Prozorro для закупівель товарів і послуг при реалізації проектів МФО;
- з метою надання підтримки виконавцям і бенефіціарам інвестиційних проектів МФО в Україні - **створення електронної бази знань щодо типових правил і процедур планування, реалізації та моніторингу проектів**, які підтримуються МБРР, ЄІБ, ЄБРР та ін.

Отже, **величина державного і гарантованого боргу відносно ВВП зменшилася з 60,9% у кінці 2018 р. і до 51,2% ВВП у вересні 2019.** Такі зміни були викликані підвищенням реального обмінного курсу гривні та зростанням реального ВВП при стабілізації номінальної суми боргу. Але навіть за оптимістичної динаміки відносних показників боргу проблеми боргової стійкості державних фінансів і міжнародної платоспроможності країни все ще залишаються на порядку денному: **Україна порушує критерії боргової стійкості за трьома з п'яти ключових індикаторів (відношення державного боргу до ВВП і доходів бюджету та відношення короткострокового зовнішнього боргу до міжнародних резервів).**

**Видатки на обслуговування державного боргу в січні-вересні 2019 р. становили 92,4 млрд. грн. або 3,3% ВВП.** Загальний обсяг виплат з погашення й обслуговування боргу сягнув величини 390,2 млрд. грн або **14% ВВП.** **Значний обсяг видатків на обслуговування боргу обмежує можливості держави надавати якісні публічні блага громадянам, підтримувати вразливі категорії населення та стимулювати розвиток економіки.** Це підриває перспективи економічного відродження країни та підвищує ризики соціально-політичних потрясінь.

**Розмір дефіциту Державного бюджету в січні-вересні 2019 р. становив 0,7% ВВП, а Зведений бюджет мав профіцит обсягом 0,3% ВВП.**

Сумарні доходи Зведеного бюджету України номінально зросли на 10,8%, а реально – на 3,3%. Темпи зростання реальних доходів бюджету приблизно відповідали темпам зростання реального ВВП України за 9 місяців.

Серед джерел фінансування дефіциту Державного бюджету найбільш помітним компонентом стало нетто-фінансування за рахунок внутрішніх позик – 79,2 млрд грн. В той же час **зовнішнє фінансування дефіциту було негативним, що означало нетто-погашення зовнішнього боргу на суму 15,1 млрд грн.** Сприятливою складовою стало і позитивне сальдо за статтею «надходження від продажу/ пред'явлення цінних паперів Уряду» обсягом 9,1 млрд грн.

У січні-вересні 2019 р. **відсоткові ставки за внутрішніми позиками залишалися надмірно високими, хоча й демонстрували низхідну динаміку.** Так, середньозважена номінальна дохідність гривневих ОВДП у III кварталі 2019 р. становила 15,3%. У даний час серед 35 країн з ринками, що формуються, Україна має одну з найвищих номінальних ставок за внутрішніми облігаціями і знаходиться на III місці в рейтинговому списку.

**За рівнем реальних відсоткових ставок за внутрішніми державними облігаціями Україна займає I місце в світі, маючи реальну дохідність на рівні 8% річних.** Найближчими сусідами України у рейтингу найбільш дорогих позичальників є Уганда (з реальною дохідністю 6,5%) та Єгипет (5,9% річних).

Прикметно, що серед 35 країн з ринками, що формуються, 12 країн мають від'ємні відсоткові ставки за 1-річними державними облігаціями.

Високий рівень відсоткових ставок за ОВДП відображає **наслідки жорсткої монетарної політики НБУ та цілеспрямованої політики Мінфіну з утримання високої дохідності облігацій** навіть за масштабного припливу іноземного спекулятивного капіталу.

В структурі залучення позичкових коштів на внутрішньому ринку **збільшувалася присутність нерезидентів**, внаслідок чого частка нерезидентів збільшилася з **1% до 11,9%** у структурі загального обсягу гривневих ОВДП, які знаходяться в обігу. Такі зміни у складі бази інвесторів сприяли зменшенню валютних ризиків державного боргу, однак посилювали ризики ліквідності та ризики нестабільності платіжного балансу країни.

При існуванні гострого «грошового голоду» в економіці ринок ОВДП поглинає все більшу частину наявної грошової маси, поглиблюючи **дефіцит ліквідності в реальному секторі**. Адже, рівень монетизації української економіки (відношення грошової маси до ВВП) є надзвичайно низьким і продовжує знижуватися: він скоротився з 55% у 2013 р. до 35% у 2018 р. і орієнтовно становитиме 33% на кінець 2019 року. При цьому відношення державного і гарантованого боргу до грошової маси збільшилося з 64,3% у кінці 2013 р. до 153% у кінці вересня 2019 р. У таких умовах **досягнення позитивних результатів від боргової політики держави неможливе без впровадження нової парадигми монетарної політики та оздоровлення грошово-кредитної системи України**.

Пріоритетними завданнями фінансової політики держави і боргової політики, як її складової частини, на 2019-2020 рр. мають стати:

- **скорочення абсолютного і відносного розміру боргового навантаження;**
- **зміна структури державного боргу України на користь внутрішнього боргу і збільшення середньої строковості боргової зобов'язань;**
- **радикальне зниження рівня номінальних і реальних відсоткових ставок за ОВДП із доведенням показника номінальної ставки до рівня 9-9,5% річних на кінець 2020 року.**

*Матеріал підготовлено:*

**д-ром екон. наук Тетяною Богдан,**  
завідувачкою відділу державних фінансів  
«Growford Institute»