



**GROWFORD**

Global Research of Optimal Ways for Development  
INSTITUTE

# ДЕФІЦИТ ДЕРЖАВНОГО БЮДЖЕТУ ТА УПРАВЛІННЯ БОРГОМ у I кварталі 2020 року

Аналітичний огляд



## ЗМІСТ

I. Стан світової економіки і ризики для державних фінансів України .....	3
II. Аналіз стану державного боргу України і рівня боргових ризиків..	10
III. Дефіцит державного бюджету України та джерела його фінансування .....	14
IV. Стан внутрішнього ринку державних позик: нові проблеми і ризики.....	19
V. Небезпека «ефекту витіснення» та його кількісна оцінка .....	25
VI. Висновки і пропозиції.....	30

## I. СТАН СВІТОВОЇ ЕКОНОМІКИ І РИЗИКИ ДЛЯ ДЕРЖАВНИХ ФІНАНСІВ УКРАЇНИ

Багато країн зіткнулися з багатовимірною кризою охорони здоров'я, руйнування економічних зв'язків, реверсу потоків капіталу, скорочення зовнішнього попиту і колапсу цін на сировинні товари. За прогнозом МВФ глобальна економіка стиснеться на 3% у 2020 р., продемонструвавши більш глибоке падіння ніж під час кризи 2008-2009 рр. У наступному році (за базовим сценарієм, який передбачає затухання епідемії в II півріччі 2020 р.) глобальна економіка при підтримці заходів економічної політики зросте на 5,8%.

У даний час в багатьох країнах світу заблоковано суттєву частину економічної діяльності. Обмежена мобільність і закриття робочих місць руйнують ланцюжки постачання по всій економіці і знижують продуктивність праці. Карантинні обмеження особливо болісно зачіпають сектори, які покладаються на соціальні контакти: туризм, розваги, готельне господарство, громадське харчування. Масові звільнення, скорочення доходів і зростаюча непевність щодо майбутнього спонукають людей витратити менше і підштовхують подальше закриття бізнесів та втрату робочих місць. Внутрішні економічні негаразди перекидаються на економіки торговельних партнерів вздовж ланцюгів створення вартості, що і надалі поглиблює негативні макроекономічні ефекти, як для економік окремих країн, так і для світової економіки в цілому. Фінансові ресурси стають більш дорогими і важкодоступними для компаній і окремих суверенних Урядів, що ще більше гальмує економічну діяльність.

Економічні проблеми країн-експортерів сировини загострюються і внаслідок стрімкого **зниження світових цін на сировинні товари**. Так, за даними МВФ, із середини січня до кінця березня ціни на основні метали знизилися на 15%, на природній газ – на 38%, а на сиру нафту – на 65%. Щодо прогнозів на майбутнє, то МВФ очікує в 2020 році падіння цін на метали на 15%, а в 2021 – на 5,6%. Ціни на продовольчі товари мають зменшитися на 1,8% у 2020 р. і підвищитися на 0,4% у 2021 р.

Із середини лютого 2020 р. настрої учасників фінансових ринків помітно погіршилися, а фінансові умови стали більш жорсткими. З часу, коли став вимальовуватися глобальний характер пандемії, ціни на акції почали прямувати донизу. Ринки акцій зазнали стрімкого раллі (безпрецедентного в історії), коли індекс S&P 500 знизився на понад 20% за 16 торговельних сесій. На кінець березня 2020 р. падіння цін на активи досягло половини

аналогічного падіння під час кризи 2008-2009 рр. і панічні настрої поширилися на інші сегменти фінансового ринку.

На ринку позичкового фінансування спреди досягли захмарних величин, особливо в ризикових сегментах – приватних боргів, високодохідних суверенних облігацій, ін., де залучення нових позик фактично припинилося. Ринкова волатильність посилювалася, і відсоткові ставки стрімко зростали, підживлюючись очікуваннями масових дефолтів.

Зменшення апетиту до ризиків на фінансових ринках пов'язувалося і з карколомним зниженням цін на нафту. Волатильні умови фінансових ринків підштовхували інвесторів до втечі у «тихі гавані». З поширенням пандемії коронавірусу ціни на ризикові фінансові активи і сировинні товари знижувалися із вражаючими темпами, а ціни на безпечні активи, такі як золото і Казначейські зобов'язання США зростали. Підвищення попиту міжнародних інвесторів на безпечні активи, а також більш жорсткі фінансові умови на ринках зумовлювали підвищення спредів для активів з ринків, що формуються.

**Країни з ринками, що формуються**, і країни, що розвиваються, у березні-квітні 2020 р. зіткнулися з кризою систем охорони здоров'я та зазнали впливу множинних шоків скорочення зовнішнього попиту, драматичного погіршення умов зовнішнього фінансування і падіння цін на сировинні товари. Згідно з прогнозом МВФ реальний ВВП вказаної групи країн зменшиться у 2020 році на 1%, а при виключенні з вибірки Китаю – на 2,2%.

Безпрецедентна комбінація зовнішніх шоків спонукала міжнародних інвесторів до масового розпродажу активів на ринках, що формуються. Із середини січня до початку квітня 2020 р. ціни на акції цих країн упали в середньому на 20%. Національні валюти країн-експортерів сировинних товарів – Бразилії, Колумбії, Мексики, Росії, Південної Африки – в I кварталі девальвували більше ніж на 20% відносно дол. США. Валюти країн з нижчим ступенем зовнішньої вразливості і більш активною участю центральних банків на валютних ринках зазнали менших темпів девальвації.

Спреди суверенних облігацій країн з ринками, що формуються, на кінець березня зросли на 700 б.п., що є найвищим показником з часів глобальної фінансово-економічної кризи (хоча надалі спреди й почали повільно падати). Поточні шоки виявилися особливо болючими для слабких країн з ринками, що формуються, спреди за облігаціями яких зросли на 1000 б.п. і більше.

I квартал 2020 р. відзначився і рекордним відпливом іноземних портфельних інвестицій з ринків, що формуються: з 21 січня до початку квітня вилучення

коштів інвесторами-нерезидентами сягнуло понад 100 млрд дол. США. Ця сума відносно ВВП країн з ринками, що формуються, стала рекордом за весь період спостереження.

За оцінками фахівців МВФ, різке падіння обсягів виробництва і раптове зростання вартості запозичень особливо вражатиме економіки з обмеженим фіскальним простором і високими потребами у фінансуванні, зокрема, Бразилію, Колумбію, Єгипет, Угорщину, Індію, Південну Африку і Туреччину. Крім того, значний економічний спад матиме місце в Мексиці, Росії та Таїланді. З іншого боку, країни із значним обсягом міжнародних резервів зможуть частково використати їх для поглинання впливу зовнішніх шоків.

Центральні банки багатьох країн світу для протидії погіршення умов фінансування і підтримки потоку кредитних ресурсів до реальної економіки вживали рішучих дій, які стосувалися **пом'якшення монетарної політики**, викупу ряду активів на ринку і надання ліквідності фінансовим установам. Оскільки у основних розвинутих країнах ключові відсоткові ставки є близькими до нуля, центральні банки цих країн активно застосовували заходи нетрадиційної (unconventional) монетарної політики.

Центральні банки, за висловом МВФ, зайняли першу лінію оборони в боротьбі за збереження економіки і фінансового сектору. Їх діяльність зосереджувалася на таких основних напрямках:

- по-перше, центральні банки 13 країн серед 29 (які мають системно важливі фінансові установи в світовому масштабі) знизили ключові відсоткові ставки на 50-150 б.п., а також ініціювали чи розширили існуючі програми викупу активів, які переслідували цілі зниження довгострокових відсоткових ставок і попередження зростання вартості довгострокового фінансування для фірм і домашніх господарств;
- по-друге, більшість центральних банків надавали додаткову ліквідність своїм банкам, в т. ч. і на основі зниження нормативів резервування, зниження вимог щодо застави, збільшення обсягів і строковості операцій РЕПО. Деякі центральні банки також розпочали чи посилили існуючі програми надання фінансової підтримки банкам;
- по-третє, деякі центральні банки погодилися збільшити надання доларової ліквідності через свопові угоди.

Зокрема, ряд центральних банків вдалися до істотного розширення програм викупу активів. Наприклад, ЄЦБ започаткував «Pandemic Emergency Purchase Program» вартістю 750 млрд євро, яка діятиме до кінця 2020 р. і покриватиме викуп державних і приватних цінних паперів. ФРС США почала викупати

федеральні облігації, іпотечні та корпоративні облігації для недопущення колапсу ринку довгострокових зобов'язань; ліміт фінансування за такою програмою – 300 млрд дол. США. Банк Канади викупає на відкритому ринку комерційні цінні папери, державні та іпотечні облігації, короткострокові зобов'язання муніципалітетів. Аналогічні операції проводить Банк Японії. Банк Англії відкрив «Asset Purchase Facility» з лімітом фінансування £200 млрд. для збільшення активів центрального банку в державних облігаціях Об'єднаного королівства та в корпоративних облігаціях з інвестиційним рейтингом.

Серед країн з ринками, що формуються, програми «кількісного пом'якшення» з масштабним викупом державних облігацій на вторинному ринку після початку корона-кризи розпочали Центральний банк Угорщини, Румунії, Туреччини, Південно-Африканської Республіки. Підтримку ринку державних цінних паперів надали також Національні банки Хорватії та Польщі (до 9 квітня Національний банк Польщі викупив казначейських зобов'язань на вторинному ринку на суму близько 19 млрд злотих або 0,8% ВВП).

Традиційно головною метою **фіскальної політики** під час економічного спаду була підтримка попиту, однак з початку корона-кризи ситуація виявилася принципово іншою. **Ключовими цілями фіскальної політики стали мобілізація ресурсів для сфери охорони здоров'я та надання допомоги людям і підприємствам з метою їх фізичного виживання у надзвичайних умовах.** У середньому розвинуті країни зобов'язалися витратити на суспільну сферу охорони здоров'я на 0,5% ВВП більше, ніж до кризи, а країни з ринками, що формуються, і середнім рівнем доходів – на 0,2% ВВП.

З початку нинішньої кризи МВФ оцінює пакетів фіскальних заходів (видаткових програм і податкових послаблень) у всіх країнах світу на рівні 3,3 трлн дол. США. Крім того, фіскальні стимули у формі надання державних гарантій, позик і вливання державою у статутні капітали компаній оцінюються МВФ у сумі 4,5 трлн дол. США. Пом'якшення фіскальної політики мало на меті стримування темпів поширення хвороби, а також захист працівників і життєздатних фірм від економічного колапсу.

Країни групи «двадцяти» (G20) станом на 8 квітня затвердили пакети фіскальних заходів у частині доходів і видатків бюджету обсягом близько 3,5% ВВП. Такий обсяг перевищує суму фіскальних стимулів у цих країнах під час фінансової кризи 2008-2009 рр. Поряд з цим, у Франції, Німеччині, Італії, Японії, Великобританії та США було розроблено масивні пакети підтримки ліквідності, включаючи державні гарантії та позики, вартість яких досягала 10% ВВП і більше. Такі пакети призначалися для допомоги фінансовим і

нефінансовим підприємствам (включаючи малі і середні) у надзвичайний період.

Таблиця 1. Борг сектору загального державного управління  
у 2018-2020 роках (% до ВВП)

	2018	2019	2020 прогноз МВФ
<b>Світ в цілому</b>	<b>81,5</b>	<b>83,3</b>	<b>96,4</b>
<b>Розвинуті країни</b>	<b>103,9</b>	<b>105,2</b>	<b>122,4</b>
США	106,9	109,0	131,1
Євросона	85,9	84,1	97,4
Франція	98,4	98,5	115,4
Німеччина	61,9	59,8	68,7
Італія	134,8	134,8	155,5
Іспанія	97,6	95,5	113,4
Японія	236,5	237,4	251,9
Великобританія	85,7	85,4	95,7
Канада	89,7	88,6	109,5
<b>Країни з ринками, що форму- ються, і середніми доходами</b>	<b>49,7</b>	<b>53,2</b>	<b>62,0</b>
Азія	50,9	55,1	64,1
Китай	49,1	54,4	64,9
Індія	69,4	71,9	74,3
Європа	29,4	29,2	36,5
Росія	13,6	14,0	17,9
Польща	48,9	46,7	53,9
<b>Україна</b>	<b>60,6</b>	<b>50,1</b>	<b>66,5</b>
Латинська Америка	66,6	70,5	78,0
Бразилія	87,1	89,5	98,2
Мексика	53,7	53,4	61,4
МЕНАР	38,8	41,9	51,2
Саудівська Аравія	19,0	22,8	34,0
Південна Африка	56,7	62,2	77,4
<b>Країни з низькими доходами</b>	<b>42,6</b>	<b>43,0</b>	<b>47,4</b>
Нігерія	27,2	29,4	35,3
<i>Виробники нафти</i>	42,3	44,2	54,6

Джерело: МВФ, Fiscal Monitor (April, 2020) - <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2020/04/06/fiscal-monitor-april-2020>

На стороні видатків заходи фіскальної політики включали виплати допомог із безробіття, оплати лікарняних, надання субсидій на оплату праці, цільових трансфертів постраждалим фірмам і домашнім господарствам, а також надання субсидій фірмам у сферах туризму, подорожей і готельного господарства.

На стороні доходів заходи фіскальної політики охоплювали відстрочки сплати корпоративного податку на прибуток, податку на особисті доходи, внесків на соціальне страхування, які коливалися від 3-х місяців до 1 року, а також податкові пільги, які стосувалися вразливих фірм, домашніх господарств та виробництва/ постачання медичних товарів і послуг (Китай, Франція, Італія, Японія, Корея).

Програми підтримки ліквідності, включаючи надання державою позик і гарантій підприємствам, а також поповнення їх статутних капіталів (в деяких випадках вони надавалися через державні фінансові інститути) за обсягом часто перевищували суми заходів фіскальної політики, пов'язаних із скороченням доходів держави чи збільшенням видатків. Найбільші країни, які ініціювали подібні програми підтримки ліквідності - Франція, Німеччина, Італія, Японія, Об'єднане Королівство та США. Такі заходи з підтримки ліквідності банків та суб'єктів господарювання часто проводяться поза межами дохідної чи видаткової частини бюджету, а обліковуються «під лінією» бюджетного фінансування (у частині приросту державних активів).

Побічним наслідком застосування фіскальних заходів для стримування пандемії та уникнення економічного колапсу є стрімке **зростання державного боргу**. За прогнозом МВФ борг сектору загального державного управління всіх країн світу за 2020 рік збільшиться на 13,1% ВВП і досягне величини 96,4% ВВП (див. табл.1).

Згідно з даними "Fiscal Monitor" МВФ, розмір державного боргу розвинутих країн станом на кінець 2020 р. сягне 122,4% ВВП, а країн з ринками, що формуються, і середніми доходами – 62% ВВП. Причому темпи накопичення державного боргу за групами країн у 2020 р. будуть майже однаковими – 16,3% і 16,5% за рік. Більш скромні показники боргового навантаження матиме група країн з низькими доходами (47,4% ВВП на кінець 2020 р.), що пояснюється відсутністю доступу до ринкових позик у позичальників з цих країн.

***Серед країн з ринками, що формуються, в Україні борг сектору загального державного управління дещо перевищуватиме середні значення: 66,5% проти 62% ВВП на кінець 2020 р.*** Значний рівень боргового навантаження в Україні наражає державні фінанси на вплив ризиків рефінансування боргу, які актуалізувалися у березні-квітні 2020 р. після початку масового відпливу капіталів з ринків, що формуються.

Дефіцит сектору загального державного управління у розвинутих країнах у 2020 збільшиться на 7,7% в.п. ВВП відносно 2019 року і сягне величини 10,7%

ВВП. У країнах з ринками, що формуються, і середніми доходами приріст дефіциту буде не на стільки вражаючим (4,3% в.п. ВВП), однак і в цій групі середній рівень дефіциту в 2020 р. становитиме 9,1% ВВП. В Україні дефіцит сектору загального державного управління в 2020 р. буде меншим від показників дефіциту кожної з груп країн і складатиме 8,2% ВВП. Однак, приріст бюджетного дефіциту в Україні у поточному році буде колосальним: 6,2 в.п. ВВП відносно 2019 року.

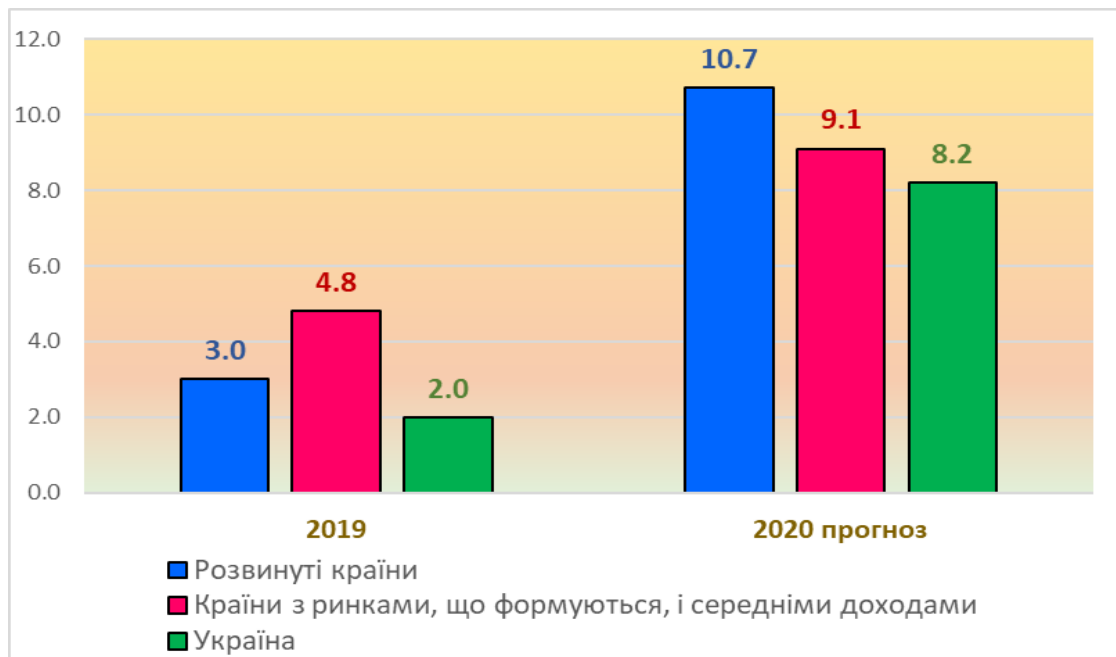


Рис. 1. Дефіцит сектору загального державного управління в Україні та різних групах країн у 2019-2020 роках

*Джерело:* складено автором за МВФ "Fiscal Monitor".

У період глобального економічного спаду і волатильності фінансових ринків фахівці МВФ надають такі **поради урядам і центральним банкам** країн з ринками, що формуються:

1. Боргові менеджери повинні орієнтуватися на заходи і механізми, які спрацьовують в умовах обмеженого доступу до зовнішнього фінансування протягом тривалого періоду часу; а країнам, які мають високі потреби в зовнішньому фінансуванні, обмежений доступ до ринкових позик і динаміка боргу яких стрімко погіршується, варто шукати варіанти реструктуризації боргів з їх кредиторами, включаючи офіційних кредиторів.

2. Більшість країн, що розвиваються, повинні віднайти тонкий баланс між врахуванням потреб економічного розвитку і забезпеченням боргової стійкості. Досягнення цього балансу вимагає використання здорової системи середньострокового бюджетного планування, збільшення внутрішніх доходів,

підвищення ефективності державних видатків, а також покращення якості державного регулювання і дієвості правових інститутів.

3. У сфері управління державним боргом активні зусилля мають спрямовуватися на управління ризиками і врахування нових викликів у сфері структурування портфеля боргових зобов'язань. Вагомими завданнями у цій сфері є зменшення ризиків умовних зобов'язань, поширення сфери дії боргової статистики та оприлюднення регулярних звітів про управління державним боргом.

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

Станом на 31.03.2020 р. обсяг державного і гарантованого державою боргу становив 2 255,6 млрд грн або 80,4 млрд дол. США, з якої 88,2% припадало на прямий державний борг, а 11,8% – на борг, гарантований державою (табл. 2). Внутрішній борг складав 38,5% загальної суми державного і гарантованого боргу, а зовнішній борг – 61,5%.

За I квартал 2020 року загальна сума державного і гарантованого боргу, виражена в гривнях, збільшився на **257,3 млрд грн.**, а виражена в доларах зменшилася на 4,0 млрд дол. США. Різностямована динаміка вказаних показників пояснювалася знеціненням номінального курсу гривні на 18,5%, що зменшило доларовий еквівалент внутрішнього боргу держави майже на 4,5 млрд дол. США. При цьому у валюті емісії **внутрішній державний борг з урахуванням гарантованого за I квартал зріс на 28,9 млрд грн., як і зовнішній державний борг, який збільшився на 0,51 млрд дол. США.**

Основними складовими нетто-приросту державного боргу України в січні-березні 2020 р. були:

- облігації зовнішньої державної позики України (+1,4 млрд дол. США);
- облігації внутрішньої державної позики України (+42,2 млрд грн), серед яких найбільше зросла заборгованість за 3-місячними і 6-місячними ОВДП.

В той же час відбувалося нетто-погашення зовнішнього гарантованого боргу (на 0,5 млрд дол. США) і прямого зовнішнього боргу офіційним кредиторам (на 0,2 млрд дол.). Зокрема, борг України перед МВФ зменшився на 0,4 млрд дол.

За рахунок перевищення обсягів розміщення ОВДП на первинному ринку над сумами їх погашення **заборгованість Уряду за ОВДП зросла із 827,4 млрд грн в**

кінці 2019 р. до 854,8 млрд грн у березні 2020 р. В I кварталі Мінфін активно розміщував 3-місячні ОВДП, заборгованість за якими збільшилася на 22,7 млрд грн, 6-місячні ОВДП – на 6,2 млрд грн, 12-місячні ОВДП – на 4,2 млрд грн і 7-річні ОВДП – на 3,8 млрд грн.

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

Показники	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.03.2020
<b>Загальна сума державного та гарантованого державою боргу, млрд грн</b>	<b>584,8</b>	<b>1 100,8</b>	<b>2 141,7</b>	<b>2 168,6</b>	<b>1 998,3</b>	<b>2 255,6</b>
<b>Загальна сума державного та гарантованого державою боргу, млрд дол. США</b>	<b>73,16</b>	<b>69,81</b>	<b>76,31</b>	<b>78,32</b>	<b>84,36</b>	<b>80,38</b>
<b>Державний борг, млрд грн</b>	<b>480,2</b>	<b>947,03</b>	<b>1 833,7</b>	<b>1 860,5</b>	<b>1 761,4</b>	<b>1 988,8</b>
<b>Внутрішній борг, млрд грн</b>	<b>257,0</b>	<b>461,0</b>	<b>753,4</b>	<b>761,1</b>	<b>829,5</b>	<b>856,8</b>
1) за випущеними цінними паперами на внутрішньому ринку	254,05	458,23	751,02	758,84	827,4	854,75
ОВДП (3 – місячні)	0,00	0,00	0,55	6,64	0,00	22,65
ОВДП (6 – місячні)	0,55	0,17	10,88	8,97	0,00	6,19
ОВДП (9 – місячні)	0,00	0,85	0,00	24,18	0,00	2,07
ОВДП (12 – місячні)	2,96	7,34	6,90	19,16	37,77	41,94
ОВДП (18 – місячні)	2,80	0,77	30,28	37,42	31,40	24,88
ОВДП (2 – річні)	20,37	40,91	71,61	19,18	47,24	50,72
ОВДП (3 – річні)	34,66	46,59	46,63	62,89	79,85	70,62
ОВДП (4 – річні)	0,00	0,00	0,00	0,00	7,03	13,10
ОВДП (5 – річні)	75,32	131,38	49,63	39,37	46,56	42,19
ОВДП (6 – річні)	9,50	27,10	7,80	5,80	39,67	39,67
ОВДП (7 – річні)	47,14	54,62	19,73	17,87	23,60	27,43
ОВДП (8 – річні)	14,30	31,30	18,90	17,50	17,50	17,50
ОВДП (9 – річні)	14,87	36,87	19,40	19,40	18,00	19,00
ОВДП (10 – річні)	15,74	50,25	62,65	62,65	72,72	71,77
ОВДП (11 – річні)	3,85	3,85	19,03	19,03	19,03	19,03
ОВДП (12 – річні)	1,50	1,50	36,50	36,50	36,50	36,50
ОВДП (13 – річні)	0,00	2,62	28,70	28,70	28,70	28,70
ОВДП (14 – річні)	0,00	3,25	46,90	46,90	46,90	46,90
ОВДП (15 – річні)	0,00	15,85	93,44	93,44	93,44	93,44
ОВДП (16 – річні)	0,00	0,00	12,10	12,10	12,10	12,10
ОВДП (17 – річні)	0,00	0,00	12,10	12,10	12,10	12,10
ОВДП (18 – річні)	0,00	0,00	12,10	12,10	12,10	12,10
ОВДП (19 – річні)	0,00	0,00	12,10	12,10	12,10	12,10
ОВДП (20 – річні)	0,00	0,00	12,10	12,10	12,10	12,10
ОВДП строк-тю більше 20 років	0,00	0,00	120,98	120,98	120,98	120,98
2) перед фінанс-ми установами	2,91	2,78	2,38	2,25	2,1	2,08
<b>Зовнішній борг, млрд грн</b>	<b>223,3</b>	<b>486,03</b>	<b>1 080,31</b>	<b>1 099,4</b>	<b>931,9</b>	<b>1 132,0</b>
<b>Зовнішній борг, млрд дол</b>	<b>27,93</b>	<b>30,82</b>	<b>38,49</b>	<b>39,71</b>	<b>39,3</b>	<b>40,34</b>
1) за позиками, одержаними від міжнародних фінансових організацій	7,74	10,72	14,52	13,39	12,3	12,2

Показники	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.03.2020
2) за позиками, одержаними від органів управління іноземних держав	0,91	1,04	1,76	1,73	1,60	1,48
3) за позиками від іноземних комерційних банків, ін. іноземних фінансових установ	0,00	0,00	0,00	0,40	1,41	1,35
4) за випущеними цінними паперами на зовнішньому ринку	17,38	17,28	20,47	22,48	22,27	23,64
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	0,00	0,00
ОЗДП 2015 року	0,00	0,00	12,47	12,47	11,81	11,81
ОЗДП 2016 року	0,00	0,00	1,00	1,00	1,00	1,00
ОЗДП 2017 року	0,00	0,00	3,00	3,00	3,00	3,00
ОЗДП 2018 року	0,00	0,00	0,00	2,01	2,35	2,35
ОЗДП 2019 року	0,00	0,00	0,00	0,00	1,12	1,10
ОЗДП 2020 року	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,38
5) борг, не віднес. до ін.категорій	1,90	1,78	1,75	1,71	1,70	1,68
<b>Гарантований борг, млрд грн</b>	<b>104,6</b>	<b>153,80</b>	<b>307,98</b>	<b>308,13</b>	<b>236,91</b>	<b>266,74</b>
<b>Внутрішній борг, млрд грн</b>	<b>27,13</b>	<b>27,86</b>	<b>13,28</b>	<b>10,32</b>	<b>9,56</b>	<b>10,91</b>
1) за випущеними цінними паперами на внутрішньому ринку	21,14	21,57	8,95	6,00	4,20	5,48
2) перед банківськими та іншими фінансовими установами	5,99	6,30	4,33	4,32	5,36	5,44
<b>Зовнішній борг, млрд грн</b>	<b>77,44</b>	<b>125,94</b>	<b>294,70</b>	<b>297,81</b>	<b>227,35</b>	<b>255,83</b>
<b>Зовнішній борг, млрд дол.США</b>	<b>9,69</b>	<b>7,99</b>	<b>10,50</b>	<b>10,76</b>	<b>9,60</b>	<b>9,12</b>
1) за позиками, одержаними від міжнародних фінансових організацій	2,03	2,54	8,18	8,56	8,06	7,64
2) за позиками, одержаними від органів управління іноземних держав	0,25	0,24	0,10	0,05	0,00	0,00
3) за позиками від іноземних комерційних банків, та ін. установ	3,88	3,27	2,10	2,03	1,43	1,37
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	0,12	0,11	0,11	0,11

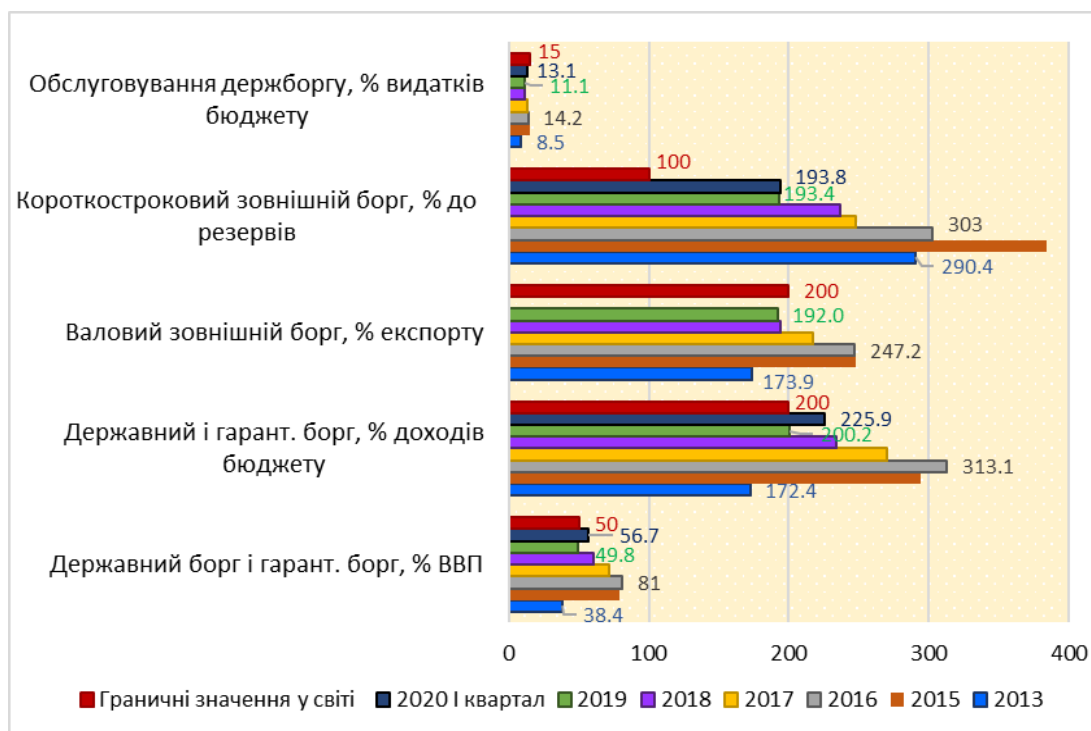
Джерело: складено за даними Міністерства фінансів України.

Надалі проаналізуємо динаміку індикаторів боргового навантаження України у контексті оцінки ризиків платоспроможності держави та ризиків для макрофінансової стабільності в країні.

Як свідчать дані рис. 2, починаючи з 2016 року, відносні показники навантаження державного боргу в Україні 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 49,8% ВВП у кінці 2019 р., але в I кварталі 2020 р. знову зросла до 56,7% ВВП.** Такі зміни були викликані коливаннями

**реального обмінного курсу гривні при поступовому повільному зростанні абсолютної суми державного боргу України (крім 2019 року).**

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>1</sup> Тобто в Україні фактичний обсяг державного і гарантованого боргу **відносно ВВП хронічно перевищував** граничний рівень, за виключенням 2019 р.



**Рис. 2. Динаміка індикаторів боргового навантаження України та їх порівняння з граничними значеннями**

*Джерело:* складено на основі даних МВФ, Світового банку, НБУ та Міністерства фінансів України.

**Відносно доходів бюджету** державний і гарантований борг станом на 31.03.2020 становив **225,9%**, збільшившись на 25,7 в.п. відносно кінця 2019 р. Такий рівень знову ж таки перевищував гранично допустимий показник боргу - 200% доходів. Валовий зовнішній борг України на кінець 2019 р. складав **192% експорту**, будучи на 8 в.п. нижчим від гранично допустимого показника (200% експорту) та засвідчуючи позитивну динаміку впродовж останніх років.

В Україні відношення короткострокового зовнішнього боргу **до валових міжнародних резервів** на кінець березня 2020 р. становило **193,8%** і майже відповідало показнику кінця 2019 р. Сприятлива динаміка цього відношення

<sup>1</sup> Fall F., Fournier J. Macroeconomic uncertainties, prudent debt targets and fiscal rules. – OECD Economic Department Working Paper. – July 2015.

після 2016 р. не в змозі була забезпечити досягнення гранично допустимого показника на рівні 100%. Такий стан вказує на можливість виникнення кризи ліквідності, а також на недостатність обсягу міжнародних резервів України для запобігання валютним і борговим кризам.

**В цілому після сприятливої динаміки боргових показників упродовж 2017-2019 років I квартал 2020 р. просигналізував підвищення боргових ризиків, що пояснювалося як погіршенням макроекономічної ситуації в Україні, так і нарощуванням абсолютної суми державного і гарантованого боргу.** За результатами проведеного нами аналізу в Україні порушуються критерії боргової стійкості за трьома з п'яти ключових індикаторів, а проблеми боргової стійкості державних фінансів і міжнародної платоспроможності України знову стали вкрай актуальними.

Наш висновок щодо високого рівня боргових ризиків в Україні підтверджують і результати дослідження, проведеного фахівцями "Economist". Вони встановили, що серед 66 країн з ринками, що формуються, Україна займає 53 місце за ступенем міцності фінансової системи і боргової стійкості. Для визначення сумарного рейтингу фахівці використовували 4 показники: розмір державного боргу в % до ВВП, обсяг зовнішнього боргу в % до експорту, вартість державних позик і потреби у валютних платежах (на погашення зовнішнього боргу і покриття дефіциту поточного рахунку) в % до міжнародних резервів<sup>2</sup>. Нижчі позиції відносно України у вказаному рейтингу займають найбідніші країни світу та Аргентина, яка за часи своєї незалежності оголошувала дефолт 8 разів.

### **III. ДЕФІЦИТ ДЕРЖАВНОГО БЮДЖЕТУ УКРАЇНИ ТА ДЖЕРЕЛА ЙОГО ФІНАНСУВАННЯ**

У теорії дефіцит бюджету є основним компонентом абсолютного приросту прямого державного боргу. **Дефіцит державного бюджету** України за I квартал 2020 р. становив 32,7 млрд грн, а дефіцит Зведеного бюджету – 17,3 млрд грн. Відносна величина дефіциту державного бюджету складала **4%** ВВП, що для I кварталу є найвищим показником з 2010 року. Порівняно з I кварталом 2019 року розмір дефіциту державного бюджету збільшився на 0,8 в.п. ВВП.

---

<sup>2</sup> Which emerging markets are in most financial peril? – Retrieved from:

<https://www.economist.com/briefing/2020/05/02/which-emerging-markets-are-in-most-financial-peril>

Дефіцит Зведеного бюджету в січні-березні 2020 р. становив **2,1%** ВВП. На відміну від бюджету центрального уряду, місцеві бюджети в цілому мали профіцит обсягом 15,4 млрд грн або 1,9% ВВП, що й визначало помірний дефіцит Зведеного бюджету.

Одним із вагомих факторів тиску на дефіцит державного бюджету в I кварталі 2020 року, як і в попередньому році, було невиконання дохідної частини бюджету, внаслідок виникнення кризових явищ в економіці та погіршення якості податкового і митного адміністрування. До доходів загального фонду державного бюджету України за січень-березень 2020 р. надійшло 183,2 млрд грн, що становить 87% від планового показника, тобто план наповнення загального фонду бюджету не було виконано на 13%. Недонадходження по податках і зборах, які адмініструються державною митною службою, становило 19% плану.

Порівняно з I кварталом 2019 р. абсолютна сума доходів державного бюджету в січні-березні 2020 р. збільшилася на 0,2%, що означало **падіння реальної величини доходів на 2,5%**. При незмінності податкового законодавства та зростанні реального ВВП такий результат збору доходів до бюджету засвідчує обґрунтованість численних звинувачень на адресу податкової і митної служб у покриванні ними злочинних схем мінімізації сплати ПДВ до бюджету.<sup>3</sup> Наприклад, видання «Дзеркало тижня» наводить такі дані: у лютому цього року в Україні працювали близько шестисот транзитно-конвертаційних центрів, які згенерували фіктивного кредиту з ПДВ на суму близько 75 млрд грн.

Найбільш **проблемними статтями надходжень** до державного бюджету в I кварталі 2020 року стали:

- ПДВ з імпортованих в Україну товарів (недонадходження становили 19,1 млрд грн або 24,2% від планового показника),
- рентна плата за користування надрами для видобування природного газу (5,2 млрд грн або 59,7%),
- рентна плата за користування надрами для видобування природного конденсату (0,1 млрд грн або 18,5%),
- акцизний податок з вироблених в Україні товарів (2,3 млрд грн або 15,2% від планового показника).

Провальний збір акцизного податку пояснювався низькими надходженнями у розрізі таких товарних груп: тютюн і тютюнові вироби (недонадходження – 1,4

<sup>3</sup> Ю.Самаєва. Податок на додану жадібність/ Дзеркало тижня, 28 квітня 2020 р.- <https://dt.ua/internal/podatok-na-dodanu-zhadibnist-346061.html>

млрд грн або 13% від планового показника), електрична енергія (1,1 млрд грн або 62,1%), виноробна продукція (8,5 млн грн або 18,3%).

В той же час до бюджету було **мобілізовано більше доходів**, ніж передбачалося, від

- податку на прибуток підприємств – перевиконання плану на 1,2 млрд грн або на 3,6%;
- акцизного податку з ввезених на митну територію України товарів (0,4 млрд грн або 56,7%),
- чистого прибутку державних і комунальних унітарних підприємств і дивідендів на акції господарських товариств з часткою державної та комунальної власності (0,2 млрд грн або 18,6%),
- екологічного податку (41,7 млн грн або 6,4%).

Основними **макроекономічними чинниками падіння доходів** державного і Зведеного бюджетів України стали:

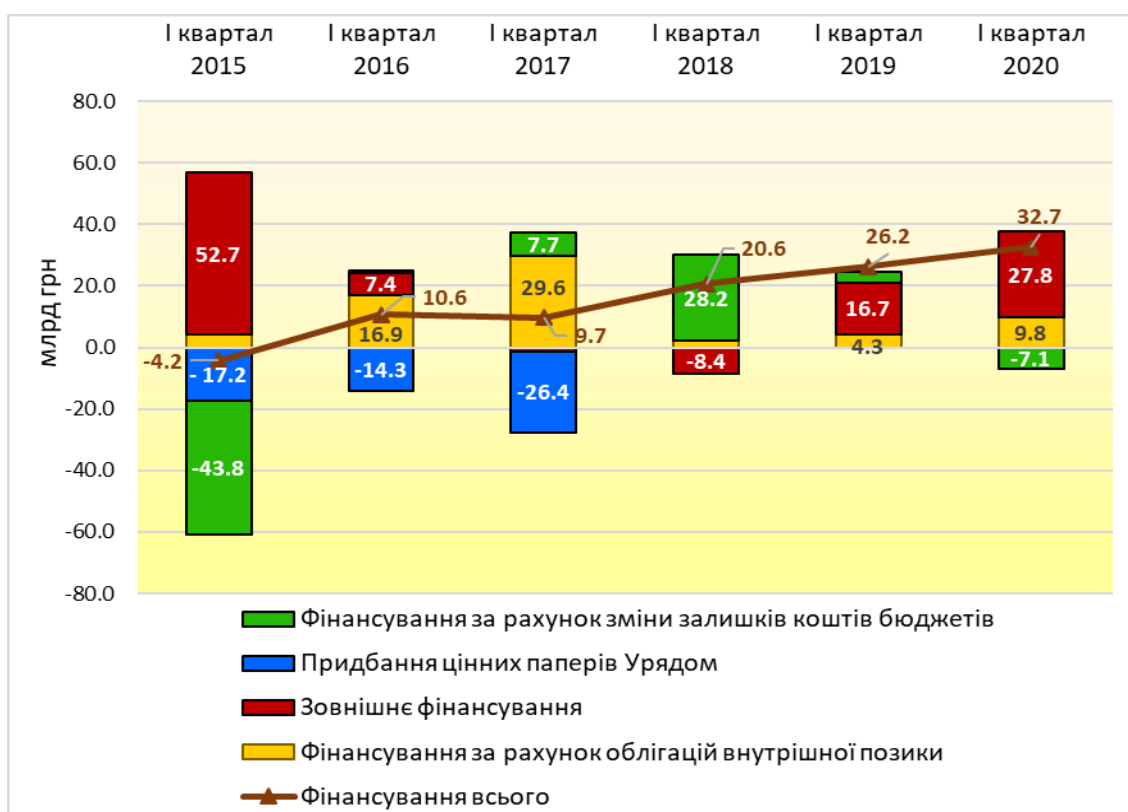
- скорочення обсягів виробництва у промисловості (на 5,1% у I кварталі 2020 до I кварталу 2019 року) та збільшення у структурі ВВП частки галузей з низьким податковим коефіцієнтом;
- погіршення фінансового стану експортерів, внаслідок гальмування світового попиту і зниження цін на сировинні товари (в I кварталі 2020 р. світові ціни на металопродукцію зменшилися в середньому на 15%);
- зниження світових цін на природній газ і нафту, що зменшували суми сплати ПДВ, рентних платежів, відрахувань прибутку до бюджету;
- несприятлива динаміка імпорту товарів і послуг, що впливало на суми надходжень від ПДВ і ввізного мита (у січні-лютому 2020 р. обсяги імпорту були на 2,6% нижчими ніж у січні-лютому 2019 р.);
- подальше скорочення реальних обсягів грошової маси М3, що проявляється як дефіцит ліквідності в реальному секторі і спонукає платників податків до раціонування грошових виплат, в т. ч. і на користь держави;
- повільніше зростання середньої заробітної плати, ніж було враховано в показниках бюджету на 2020 рік (план збору податку на доходи фізичних осіб було недовиконано на 2,5%).

Тобто **ситуація із залученням доходів до державного і Зведеного бюджетів України виглядала досить песимістично**, що пояснювалося впливом як **макроекономічних, так і управлінських факторів**. В умовах пандемії коронавірусу, блокування економічної діяльності та впливу на економіку України численних зовнішніх шоків проблеми з формуванням дохідної частини

бюджету породжують реальні загрози для коротко- та середньострокової стабільності державних фінансів України.

Серед джерел фінансування дефіциту Державного бюджету в 2019 році найбільш помітним компонентом стало чисте зовнішнє фінансування – 27,8 млрд грн (рис. 3). Суми валового залучення зовнішніх позик (35 млрд грн) перевищували суми погашення зовнішніх боргових зобов'язань (7,2 млрд грн) у цей період. Фінансування дефіциту за рахунок облігацій внутрішньої позики було також позитивним і становило 9,8 млрд грн. При залученні внутрішніх державних позик на суму 64 млрд грн виплати у рахунок погашення внутрішнього боргу становили 54,2 млрд грн.

Сума фінансування дефіциту за рахунок зміни залишків коштів бюджетів була негативною і становила -7,1 млрд грн. Тобто надходження від внутрішніх і зовнішніх державних позик частково було використано на цілі, пов'язані з управлінням ліквідністю. Станом на 1 квітня 2020 р. залишок коштів на єдиному казначейському рахунку (ЄКР) становив 10,5 млрд грн., що є аномально низькою величиною.

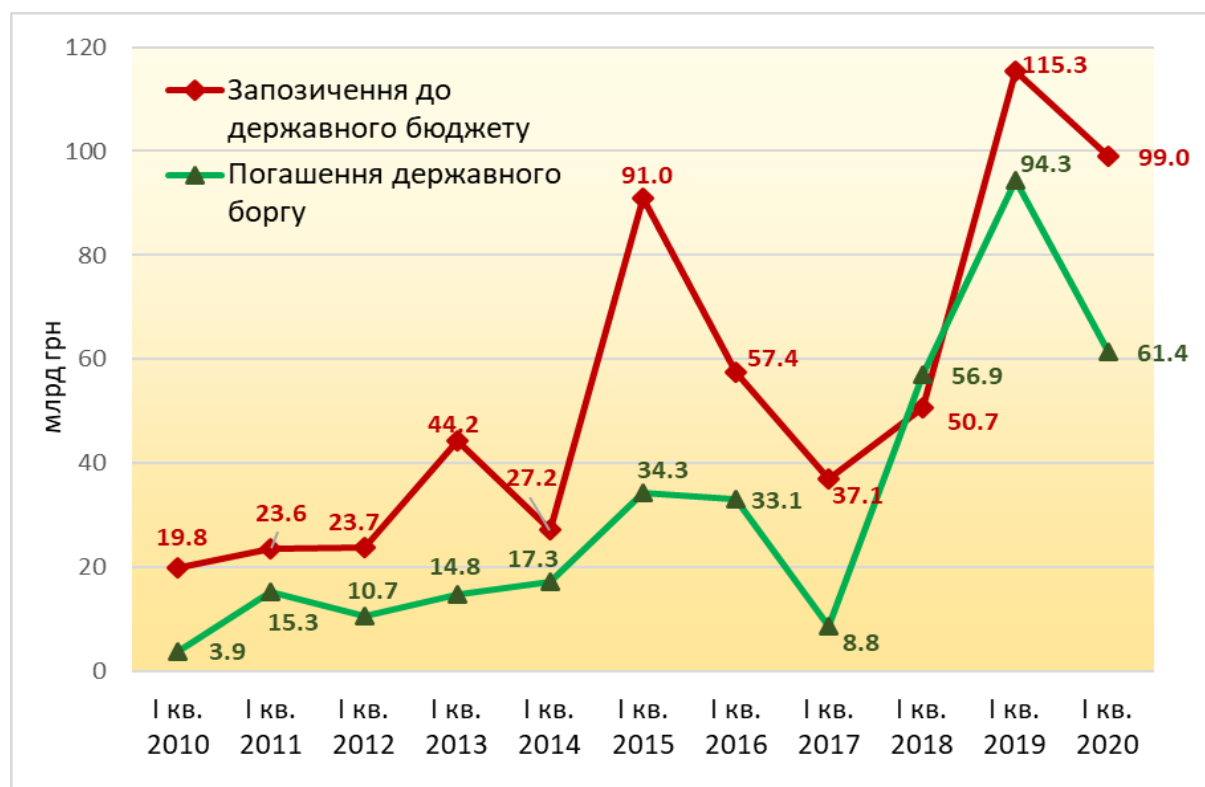


**Рис. 3. Джерела фінансування дефіциту державного бюджету в I кварталі 2015–2020 років**

*Джерело:* складено автором за даними Державного казначейства.

У I кварталі 2020 р. **фінансування дефіциту бюджету за борговими операціями** становило 37,6 млрд грн, що було другим за величиною показником на часовому інтервалі I кварталу 2010 – 2020 років (див. рис. 4). Суми валового державного запозичення в поточному періоді (99 млрд грн) були дещо меншими, ніж в I кварталі 2019 р. (115,3 млрд грн), однак вони суттєво збільшилися порівняно з попередніми періодами.

У складі валових державних запозичень 64,6% запозичених коштів було мобілізовано на внутрішньому ринку. На погашення державного боргу спрямовано 61,4 млрд. грн бюджетних коштів, більшу частину яких (88,3%) отримали внутрішні кредитори держави - 54,2 млрд грн. Переважання сум погашення внутрішнього боргу над сумами погашення зовнішнього пояснюється, передусім, суттєвою часткою короткострокових позик на внутрішньому ринку, які могли погашатися до 4-х разів упродовж року.



**Рис. 4. Порівняння обсягів запозичень до державного бюджету та погашення державного боргу в I кварталі 2010–2019 років**

*Джерело:* складено автором за даними Державного казначейства.

Сума валових **зовнішніх запозичень Уряду** за січень-березень становила 35 млрд грн, із яких 97% або 33,9 млрд грн отримано від випуску 10-річних єврооблігацій, номінованих в євро, обсягом 1250 млн євро за ставкою 4,375% річних. 0,8 млрд грн отримано до спеціального фонду державного бюджету

від позик міжнародних фінансових організацій та органів управління інших держав, а 0,3 млрд грн. – до загального фонду бюджету від іноземних комерційних банків.

Від **внутрішніх державних позик** до бюджету було залучено 64,4 млрд грн, з яких 29,3 млрд – надходження від розміщення гривневих ОВДП, а 35,1 млрд грн. – ОВДП, номінованих у доларах США і євро. Серед гривневих інструментів на первинному ринку розміщувалися переважно ОВДП терміном від 1 до 3 років (37,8% загальної суми позик) і терміном від 3 до 5 років (35,5% суми позик). Валютні ОВДП пропонувалися інвесторам у формі доларових ОВДП строковістю до 1 року та від 1 до 3 років (залучено 1,1 млрд дол. США), а також у формі ОВДП, номінованих у євро, терміном до 1 року та від 1 до 3 років (залучено 0,3 млрд євро).

Одним із негативних аспектів управління державним боргом у I кварталі 2020 року стало **зростання валютних ризиків державного боргу України**, внаслідок збільшення в структурі валового запозичення облігацій зовнішньої державної позики. Частка гривневих зобов'язань у структурі державного і гарантованого боргу зменшилася із 36,7% станом на кінець 2019 року до 32,4% станом на кінець березня 2020 року.

#### **IV. СТАН ВНУТРІШНЬОГО РИНКУ ДЕРЖАВНИХ ПОЗИК: НОВІ ПРОБЛЕМИ І РИЗИКИ**

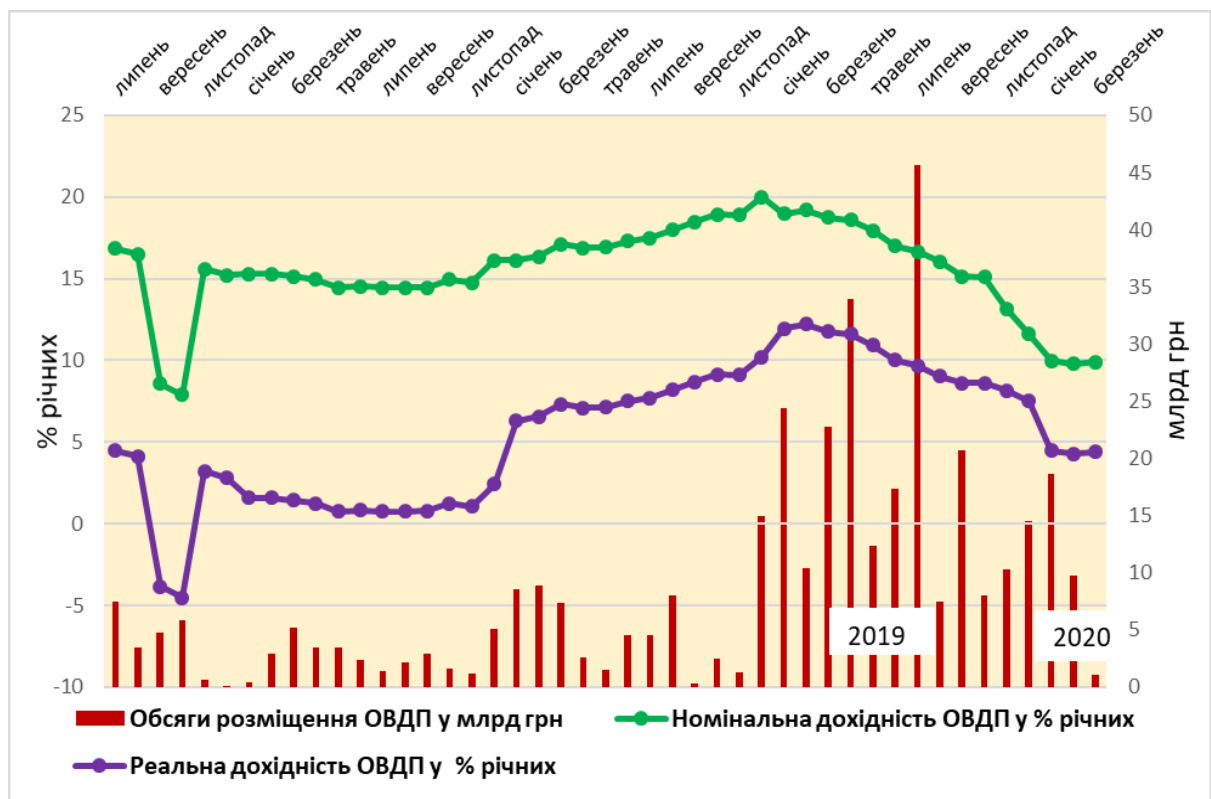
Процеси на внутрішньому ринку державних запозичень формувалися під впливом як внутрішніх тенденцій в економіці України, так і глобальних зрушень на фінансових ринках. Ключовими тенденціями динаміки ринку ОВДП у I кварталі 2020 року стали:

- 1) помітне **зниження відсоткових ставок за ОВДП**, що допомагало зменшити навантаження боргових виплат на державні фінанси України;
- 2) **зниження привабливості ОВДП для внутрішніх інвесторів**, що загострювало проблеми пошуку джерел фінансування бюджетного дефіциту для Уряду і актуалізувало ризики порушення боргової стійкості;
- 3) **припинення надходження іноземного капіталу**, що виливалося у звуження місткості ринку та генерувало додаткові ризики для стабільності платіжного балансу і валютного курсу гривні.

З поширенням пандемії коронавірусу в світі і впливу міжнародних капіталів з ринків, що формуються, в березні кон'юнктура ринку внутрішніх державних облігацій в Україні різко погіршилася. Міністерство фінансів із запланованих на березень 5-ти аукціонів з розміщення ОВДП провело тільки 3, за підсумками яких на фінансування державного бюджету залучено 1 млрд грн гривневих ОВДП і 1,2 млрд дол. США валютних ОВДП.

Суми розміщення гривневих ОВДП на первинному ринку за I квартал 2020 р. (29,3 млрд грн) зменшилися удвічі порівняно з I кварталом 2019 року (57,5 млрд грн). Обсяги розміщення гривневих ОВДП, рівень їх номінальної та реальної доходності у помісячному розрізі в період II півріччя 2016 – I кварталу 2020 року відображено на рис. 5.

Порівняно із січнем 2020 р. обсяги розміщення гривневих ОВДП у березні зменшилися в 18 разів, а порівняно із лютим – майже у 10 разів. Для фінансування планового дефіциту бюджету Міністерство фінансів у березні зробило ставку на залучення валютних ОВДП (до бюджету отримано 1,2 млрд дол. США), хоча в січні 2020 р. розміщення таких ОВДП не проводилося, а в лютому їх обсяги були незначними (0,2 млрд дол. США).



**Рис. 5. Обсяги розміщення, номінальна і реальна доходність гривневих ОВДП, залучених до бюджету, в 2016 – 2020 роках**

Джерело: складено автором за даними НБУ.

В I кварталі 2020 р. знижувалася як номінальна, так і реальна дохідність гривневих ОВДП. Номінальна відсоткова ставка за гривневими ОВДП на первинному ринку зменшилася з 11,6% у грудні 2019 р. до 9,9% у березні 2020, а реальна відсоткова ставка за цей же період зменшилася з 7,5% до 4,4% річних. **Поточний рівень відсоткових ставок за ОВДП, після їх аномально високого рівня у 2018-2019 рр., ми вважаємо економічно обґрунтованим і таким, що відповідає рівню фінансових ризиків для інвесторів.**

У таблиці 3 наведено дані МВФ щодо динаміки номінальних і реальних відсоткових ставок за короткостроковими державними облігаціями у країнах з ринками, що формуються, які мають кредитний рейтинг "B" за класифікацією агенції S&P. Представлені дані свідчать, що у 2019 р. в Україні відсоткові ставки за ОВДП були надмірно високими: *номінальна ставка в Україні в 1,8 разу перевищувала середню ставку в країнах з ринками, що формуються, з рейтингом «B», а реальна ставка в Україні перевищувала середню в 4,8 разу.* В I кварталі 2020 року ситуація стала принципово іншою – *в Україні реальна відсоткова ставка за ОВДП на рівні 5% річних приблизно відповідала реальним ставкам у інших країнах з аналогічним кредитним рейтингом.*

Таблиця 3. Відсоткові ставки за короткостроковими державними облігаціями у країнах з ринками, що формуються, з рейтингом "B" агенції S&P, % річних

Країна	Номінальна відсоткова ставка, середня за період		Реальна відсоткова ставка, середня за період	
	2019	2020 I квартал	2019	2020 I квартал
Єгипет	16.8	13.8	7.4	5.0
Кенія	7.1	н.д.	1.3	н.д.
Нігерія	10.0	н.д.	-2.0	н.д.
Пакистан	13.3	12.6	5.3	4.2
Руанда	5.5	н.д.	-1.2	н.д.
Шрі-Ланка	9.1	н.д.	4.3	н.д.
Уганда	9.7	н.д.	6.1	н.д.
<b>Середні ставки (без України)</b>	<b>10.2</b>	<b>13.2</b>	<b>3.0</b>	<b>4.6</b>
<b>Україна</b>	<b>18.4</b>	<b>10.0</b>	<b>14.3</b>	<b>5.2</b>

Джерело: розрахунки автора за даними МВФ IFS, WEO та Мінфіну України.

В Україні низхідна динаміка відсоткових ставок за ОВДП значною мірою була обумовлена прийняттям Указу Президента України від 08.11.2019 № 837/2019 «Про невідкладні заходи з проведення реформ та зміцнення держави», яким

Кабінету Міністрів було доручено вжити заходів для зниження вартості державних запозичень.

Сума заборгованості Уряду перед іноземними інвесторами за ОВДП у січні-квітні 2020 р. зменшилася на 4,6 млрд грн. Скорочення присутності іноземних інвесторів на ринку пояснювалося як прийняттям обґрунтованих рішень щодо зниження номінальних відсоткових ставок за ОВДП, так і зменшенням схильності інвесторів до прийняття ризиків, унаслідок впливу численних зовнішніх шоків на економіку України. Процеси на ринку ОВДП у 2020 р. спростовують відому тезу НБУ від 2019 р. про надходження іноземних портфельних інвестицій на ринок ОВДП як фундаментальний чинник зміцнення обмінного курсу гривні. Зниження обмінного курсу в березні 2020 р., серед іншого, пояснювалося і початком відпливу іноземного капіталу з ринку ОВДП.

***З початком кризових процесів в економіці України та глобальних потрясінь на фінансових ринках актуалізуються ризики нестабільної присутності нерезидентів на ринку внутрішніх облігацій***, про які ми попереджали з початку 2019 року. Як ми тоді зазначали, масовий приплив короткострокових портфельних інвестицій на ринок ОВДП негативно впливає на стійкість боргової позиції держави, збільшує відплив коштів за статтею «доходи» поточного рахунку платіжного балансу та посилює ризики волатильності обмінного курсу.<sup>4</sup>

У структурі залучення коштів від гривневих ОВДП частка короткострокових запозичень зменшилася з 19,7% у IV кварталі 2019 року до 13,3% у I кварталі 2020 року. Водночас частка довгострокових ОВДП (строковістю від 3 до 5 років) серед гривневих розміщень зменшилася з 52,7% у IV кварталі 2019 до 35,5% в I кварталі 2020 року. Таким чином, у I кварталі 2020 р. дещо підвищилися валютні ризики державного боргу України та ризики його рефінансування.

Оцінюючи перспективи внутрішнього ринку державних облігацій у поточному році, слід звернути увагу на окремі ризики і дисбаланси бюджету 2020 року. Законом про бюджет від 13.04.2020 р. передбачено залучення до бюджету 642,7 млрд грн державних позик, у т. ч. 377,6 млрд грн – внутрішніх державних

---

<sup>4</sup> Богдан Т. П. Аналіз управління державним боргом України у I кварталі 2019 року. - <http://optimacenter.org/research/analiz-upravlinnja-derzhavnym-borgom-ukrajiny-u-i-kvartali-2019-roku/>

позик. Порівняно з нормами закону про бюджет від листопада 2019 р., обсяг внутрішніх державних позик збільшено в 1,6 рази.

За поточної несприятливої кон'юнктури фінансового ринку збільшення дефіциту державного бюджету 2020 року з 2,3% до 7,5% ВВП викликало необхідність суттєвого нарощування внутрішніх державних позик: із 173,1 млрд грн у 2018 р. і 236,4 млрд грн у 2019 до 377,6 млрд грн у 2020 р. (без участі нерезидентів, вкладення яких мали б класифікуватися як зовнішній державний борг). Очевидно, що залучення таких обсягів позичкових коштів є малоімовірними в умовах економічної кризи та фінансової турбулентності.

Таблиця 4. Суми розміщення ОВДП на первинному ринку в 2018-2020 рр.

	2018	2019	2020 план	2020 I квартал
Гривневі ОВДП, <i>млрд грн</i>	65.1	227.6	н.д.	29.3
ОВДП, номіновані в іноземній валюті, <i>млрд дол. США</i>	4.04	4.76	н.д.	1.38
ОВДП у всіх валютах, <i>млрд грн</i>	174.2	345.9	377.6	66.7
ОВДП у всіх валютах без сальдо участі іноземних інвесторів, <i>млрд грн</i>	<b>173.1</b>	<b>236.4</b>	<b>377.6</b>	<b>66.7</b>

*Джерело: складено автором за даними НБУ.*

Тому серед джерел фінансування дефіциту, запланованих у бюджеті 2020 року, наявні т. зв. нереалістичні позики – позики. Це 1,6-2 млрд дол. США від розміщення єврооблігацій в II півріччі 2020 р. та 150-200 млрд грн. від розміщення ОВДП протягом року. ***Нереалістичні позики із зовнішніх джерел складають близько 20% планованих сум зовнішніх державних запозичень, а із внутрішніх джерел – від 40 до 50% внутрішніх державних запозичень.*** Проблематичність таких позик пояснюється тим, що різке зниження попиту на гривневі ОВДП з березня 2020 р., а також суттєве підвищення зовнішніх спредів для суверенних облігацій України фактично закрили доступ Уряду до міжнародного ринку капіталів та суттєво звузили ємність внутрішнього фінансового ринку.

Показовим є і такий факт: дохідність гривневих ОВДП на вторинному ринку на початку травня 2020 р. становила 14-17% річних. За такого рівня ставок залучення державних позик на ринкових умовах означало б колапс бюджетної

системи і неможливість виконання базових державних функцій вже через кілька місяців проведення «аукціонів щедрості».

Таким чином, зменшення схильності інвесторів до прийняття ризиків у період турбулентності та підвищення ставок зовнішнього ринку для українських позичальників (до 10-13% річних в іноземній валюті) закономірно скорочують попит на державні облигації на внутрішньому ринку. А тому залучення 377,6 млрд грн внутрішніх державних позик є нереалістичним завданням без зміни регуляторних механізмів та інструментарію грошово-кредитної політики.

У світовій практиці одним із механізмів підтримки ринку ОВДП у кризових умовах є **програми центрального банку з викупу фінансових активів на вторинному ринку**. Зазвичай такі програми скеровуються на відновлення нормальної кривої дохідності на ринку, недопущення зростання вартості ресурсів на фінансовому ринку та уникнення колапсу державних фінансів при обмеженому доступі Уряду до ринкового фінансування.

**З початку поширення пандемії коронавірусу та виникнення загроз глибокого економічного спаду деякі центральні банки розпочали проведення чи вдалися до розширення програм викупу активів, передусім - державних цінних паперів.**

Наприклад, **ЄЦБ** започаткував «Pandemic Emergency Purchase Program» загальною вартістю 750 млрд євро, яка діятиме до кінця 2020 р. і покриватиме викуп державних і приватних цінних паперів. **ФРС** США почала викупати федеральні облигації та іпотечні цінні папери, а також корпоративні облигації для недопущення колапсу ринку довгострокових зобов'язань; ліміт фінансування за такою програмою – 300 млрд дол. США. **Банк Канади** викупає на відкритому ринку комерційні цінні папери, державні облигації, іпотечні облигації та короткострокові зобов'язання муніципалітетів. Аналогічні операції проводить **Банк Японії**. Банк Англії відкрив «Assets Purchase Facility» з лімітом фінансування £200 млрд. для збільшення активів центрального банку в державних облигаціях Об'єднаного королівства та в корпоративних облигаціях з інвестиційним рейтингом.

**Серед країн з ринками, що формуються**, програми «кількісного пом'якшення» з масштабним викупом державних облигацій на вторинному ринку після початку корона-кризи розпочали Центральний банк **Угорщини, Румунії, Туреччини, Південно-Африканської Республіки**. Підтримку ринку державних цінних паперів надали також Національні банки **Хорватії та Польщі** (до 9 квітня Національний банк Польщі викупив казначейських зобов'язань на вторинному ринку на суму близько 19 млрд злотих або 0,8% ВВП).

**Отже, реалістична сума внутрішніх запозичень Уряду України в 2020 році без застосування екстраординарних джерел покриття бюджетного дефіциту оцінюється в межах 175-230 млрд грн., що формує розрив внутрішнього позичкового фінансування на рівні від 150 до 200 млрд грн.**

***Вказана проблемна ситуація вимагає започаткування Національним банком програми викупу активів на вторинному ринку, підвищення зацікавленості банків в розширенні операцій з ОВДП на основі регуляторних механізмів, а також зменшення операцій НБУ з депозитними сертифікатами для усунення небажаної конкуренції таких сертифікатів з облігаціями державної позики.***

## **V. НЕБЕЗПЕКА «ЕФЕКТУ ВИТІСНЕННЯ» ТА ЙОГО КІЛЬКІСНА ОЦІНКА**

Законом про державний бюджет на 2020 рік передбачено збільшення бюджетного дефіциту до 7,5% ВВП і залучення внутрішніх державних позик у сумі 377,6 млрд грн. Використання для цілей фінансування бюджетного дефіциту виключно ресурсів банків та інших фінансових установ без підтримки ринку ОВДП Національним банком, вірогідно, породжує загрози реалізації «ефекту витіснення» державними позиками кредитів реальному сектору, що провокуватиме поглиблення економічного спаду в країні. Для оцінки обґрунтованості таких загроз і наявності «ефекту витіснення» на фінансовому ринку України ми застосували метод регресійно-кореляційного аналізу.

У рамках нашого емпіричного дослідження ми ставили за мету з'ясувати, які макроекономічні та фінансові фактори справляють домінуючий вплив на рівень відсоткових ставок за банківськими кредитами, а також роль ринку ОВДП у вказаних процесах. При дослідженні детермінант реальних відсоткових ставок за кредитами ми спиралися на результати наявних емпіричних і теоретичних досліджень. Зокрема, А. Сегура-Уберго виявив п'ять визначальних факторів впливу на рівень реальних відсоткових ставок: обсяг внутрішніх заощаджень; рівень розвитку інститутів; історія високої інфляції та інфляційні коливання; фіскальні фактори, а також фактори, які впливають на трансмісійний механізм грошово-кредитної політики.<sup>5</sup>

---

<sup>5</sup> IMF Working Paper, Western Hemisphere Department. The Puzzle of Brazil's High Interest Rates / Prepared by Alex Segura-Ubiergo. - February 2012.

При використанні національних статистичних даних нами було встановлено, що в Україні найбільш значущими факторами впливу на відсоткові ставки за кредитами є суми розміщення ОВДП на первинному ринку та змінна номінального обмінного курсу гривні до долара США. Інші потенційно вагомими фактори впливу на реальні відсоткові ставки – змінні приросту грошової маси і грошової бази, динаміки національних заощаджень/ депозитів у банках, розміру державного боргу і дефіциту бюджету, припливу іноземного фінансового капіталу в Україну – мали нестійкі взаємозв'язки з відсотковими ставками або ж неправильний знак коефіцієнтів парної кореляції.

В таблиці 5 наведено значення коефіцієнтів парної кореляції між змінною реальних відсоткових ставок за кредитами (RATE\_LEND\_R) і обсягами розміщення ОВДП (OVDP\_BOROW) та зміною номінального обмінного курсу гривні до долара США відносно грудня 2016 року (ER\_USD\_2016).

Таблиця 5. Матриця коефіцієнтів парної кореляції реальних відсоткових ставок за банківськими кредитами

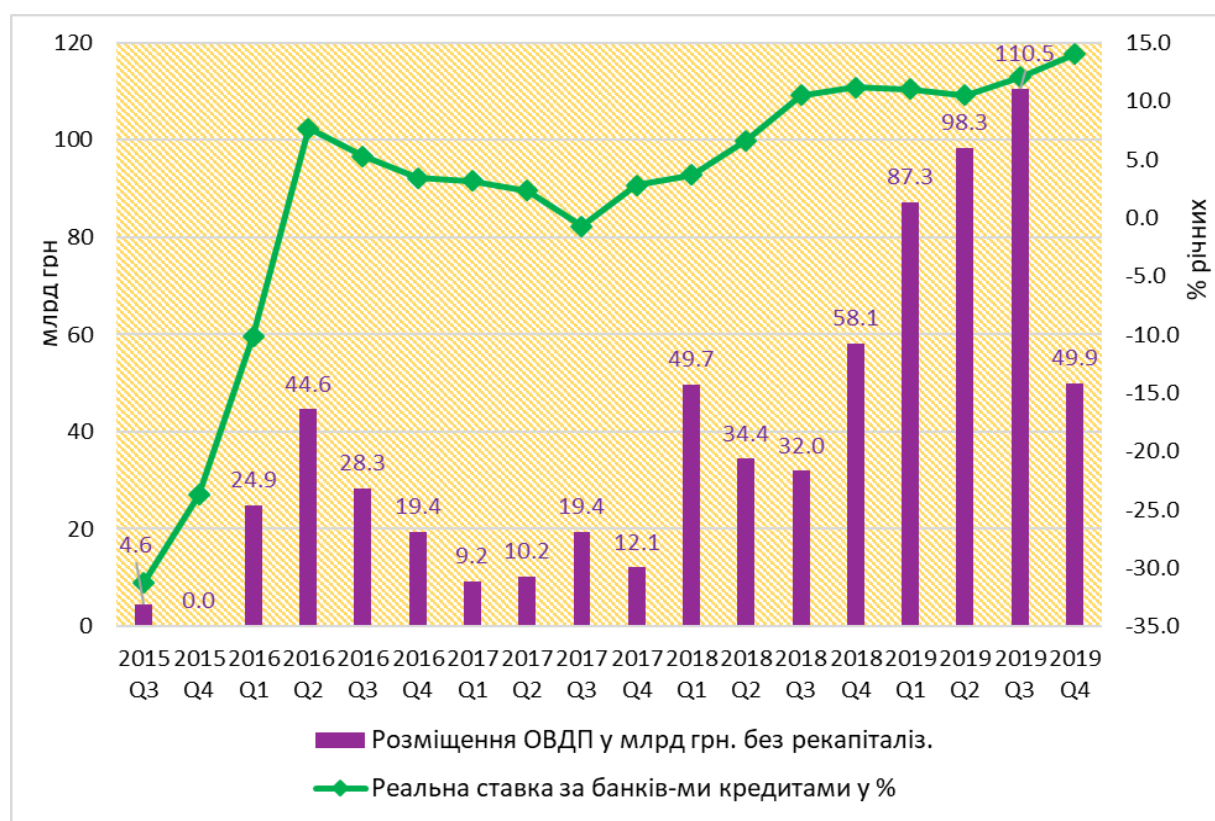
	RATE_LEND_R	ER_USD_2016	OVDP_BOROW
RATE_LEND_R	1	0.73	0.62
ER_USD_2016	0.73	1	0.31
OVDP_BOROW	0.62	0.31	1

*Джерело:* оцінка автора.

Коефіцієнт парної кореляції обсягів первинного розміщення ОВДП і реальних відсоткових ставок за банківськими кредитами становить 0,62. Тобто у відповідності з постулатами економічної теорії, підвищення попиту держави на позичкові кошти виливається у підвищення їх вартості, як на ринку облігацій державної позики, так і на інших сегментах фінансового ринку. Дані рисунку 6 засвідчують, що у періоди помітного зростання залучень до бюджету від ОВДП зростали також реальні відсоткові ставки за банківськими кредитами.

Коефіцієнт парної кореляції темпів приросту номінального обмінного курсу гривні і реальних відсоткових ставок за банківськими кредитами становить 0,73. Існування такого сильного взаємозв'язку має своє логічне підґрунтя. Фінансова теорія та міжнародна практика неодноразово доводили: у країні з недорозвинутим фінансовим ринком іноземна валюта є найбільш надійним активом, зміна ціни якого (тобто обмінного курсу) швидко трансформується у зміни відсоткових ставок, внутрішніх цін, рівнів попиту.

Як справедливо вказує Ф. Мишкін, в країнах із нерозвинутими грошовими ринками і ринками капіталів іноземна валюта сприймається як єдиний найбільш ліквідний та інфляційно-безпечний актив.<sup>6</sup> На прикладі економіки Туреччини Г. Берумент і А. Гюнай показали, що волатильність обмінного курсу є важливим фактором, який детермінує рівень відсоткових ставок на внутрішньому ринку. Очікувана зміна валютного курсу прямо пов'язана із відсотковими ставками, які формуються на аукціонах Казначейства Туреччини; тобто ризик девальвації національної валюти виливається у підвищення внутрішніх відсоткових ставок. Оцінений дослідниками коефіцієнт змінної очікуваної девальвації національної валюти у рівнянні відсоткових ставок виявився статистично значущим і позитивним.<sup>7</sup>



**Рис. 6. Реальні відсоткові ставки за банківськими кредитами і обсяги розміщення ОВДП на первинному ринку в 2015-2019 рр.**

*Джерело:* складено автором за даними Держстату і Національного банку.

<sup>6</sup> Mishkin, F. S. The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy / Banque de France, Bulletin. – 1996. - Digest No. 27, pp. 33–44.

<sup>7</sup> Berument, H., and A. Günay (2003): "Exchange Rate Risk and Interest Rates: A Case Study for Turkey," Open Economies Review, 14(1), 19-27.

Поряд із вказаними у таблиці 5 змінними, доволі високий ступінь кореляційного зв'язку реальні відсоткові ставки продемонстрували із змінною річних темпів інфляції (коефіцієнт парної кореляції становить -0,99). Такий зв'язок відображає певну інерційність номінальних відсоткових ставок, в результаті якої при різкому підвищенні темпів інфляції рівень номінальних відсоткових ставок реагує із запізненням (внаслідок чого реальні ставки падають), а при зниженні темпів інфляції номінальні відсоткові ставки також не знижуються миттєво, внаслідок чого спостерігається ефект тимчасового зростання реальних ставок. Проте специфікація регресійної моделі із включенням змінної темпів інфляції виявилася неможливою, внаслідок наявності проблеми автокореляції залишків моделі та мультиколінеарності незалежних змінних.

У результаті проведеного нами емпіричного дослідження було специфіковано таку регресійну модель:

$$\text{RATE\_LEND\_R} = 1.17 * \text{ER\_USD\_2016} + 0.16 * \text{OVDP\_BOROW} - 4,05$$

(4,0)
(2,93)
(-1,48)

R2 = 0,70
Q-статист. (12 лагів) = 8,00

де: RATE\_LEND\_R – реальна відсоткова ставка за гривневими кредитами банків резидентам, % річних у середньому за квартал;

ER\_USD\_2016 – темп зміни номінального обмінного курсу гривні до долара США відносно грудня 2016 у %;

OVDP\_BOROW – суми розміщення ОВДП Урядом (включаючи валютні ОВДП) на первинному ринку, млрд грн за квартал.

Статистичні критерії та оцінки розробленої моделі наведено у таблиці 6.

Коефіцієнт незалежної змінної моделі дозволяє стверджувати, що **збільшення запозичень Уряду на внутрішньому фінансовому ринку на 1 млрд грн має своїм наслідком зростання відсоткових ставок за гривневими кредитами банків на 0,16%**. Такі оцінки підтверджують існування «ефекту витіснення» державними позиками банківських кредитів. Вони також засвідчують, що різкі коливання валютного курсу гривні є одним із факторів зміни відсоткових ставок на фінансовому ринку України, включаючи кредитний ринок.

Таблиця 6

**Модель реальної відсоткової ставки за банківськими кредитами**

Залежна змінна: RATE_LEND_R				
Метод: найменших квадратів				
Вибірка: 2015Q3 2019Q4				
Включені спостереження: 18				
Змінна	Коефіцієнт	Стд. похибка	t-статистика	Ймовірність
OVDP_BOROW	0.1642	0.0561	2.9301	0.0103
ER_USD_2016	1.1682	0.2922	3.9980	0.0012
C	-4.0512	2.7438	-1.4765	0.1605
Коефіцієнт детермінації	0.7013	Середнє залежної змінної		2.1217
Скоригований коефіцієнт детермінації	0.6615	Станд. відхилення зал. зм.		12.248
Станд. похибка регресії	7.1264	Критерій Акаїке		6.9165
Log-ймовірність	-59.249	Критерій Ханнан-Квіна		6.9370
F-статистика	17.609	Критерій Дарбіна-Уотсона		1.0857

*Джерело: власні оцінки.*

Розрахунки на основі коефіцієнтів розробленої моделі вказують на те, що **збільшення суми внутрішніх державних позик з 49,9 млрд грн у VI кварталі 2019 р. до 64,4 млрд грн у I кварталі 2020 р. стало чинником підвищення реальних відсоткових ставок за банківськими кредитами на 2,3% річних**. В той же час відносна стабільність валютного курсу гривні і його ревальвація на 3,3% відносно кінця 2016 р. справляла знижувальний тиск на рівень реальних ставок за гривневими кредитами банків.

Таким чином, в умовах дії численних зовнішніх шоків на економіку України і гальмування економічної діяльності під час карантину система антикризового регулювання економіки має включати повний набір заходів стимулюючої макроекономічної політики, підтримки діяльності реального сектору та функціонування банківської системи. Важливими завданнями Уряду і НБУ є недопущення колапсу кредитного процесу та здешевлення кредитів для бізнесу в умовах економічної непевності і зростання конкуренції за позичкові кошти. Це передбачає, перш за все, диверсифікацію джерел для внутрішніх державних запозичень та активне застосування центральним банком методів нетрадиційної монетарної політики.

## VI. ВИСНОВКИ І ПРОПОЗИЦІЇ

У глобальному масштабі обмежена мобільність людей і закриття робочих місць руйнують налагоджені ланцюги постачання продукції і знижують продуктивність праці. Карантинні обмеження особливо болісно позначаються на секторах, які покладаються на соціальні контакти. Масові звільнення і зростаюча непевність щодо майбутнього спонукають людей витратити менше та підштовхують подальше закриття бізнесів і втрату робочих місць. Внутрішні економічні негаразди перекидаються на економіки торговельних партнерів вздовж ланцюгів створення вартості, що і надалі поглиблює негативні макроекономічні ефекти. На фінансових ринках ресурси стають більш дорогими і важкодоступними для компаній і Урядів, а спреди суверенних облігацій з ринків, що формуються, у березні зросли на 700 б.п., що є найвищим показником з часів глобальної фінансово-економічної кризи.

З початку нинішньої кризи МВФ оцінює пакетів фіскальних заходів (видаткових програм і податкових послаблень) у всіх країнах світу на рівні 3,3 трлн дол. США. Крім того, стимули у формі надання державних гарантій, позик і вливання державою у статутні капітали компаній оцінюються в сумі 4,5 трлн дол. США. Пом'якшення фіскальної політики у різних країнах світу має на меті стримування поширення хвороби, а також захист працівників і життєздатних фірм від економічного колапсу. Побічним наслідком активного застосування фіскальних заходів є стрімке зростання державного боргу. За прогнозом МВФ борг сектору загального державного управління всіх країн світу за 2020 рік збільшиться на 13,1% ВВП і досягне величини 96,4% ВВП.

В Україні борг сектору загального державного управління зростає з 50,1% ВВП в кінці 2019 р. до 66,5% ВВП в кінці 2020 р. Серед країн з ринками, що формуються, борг сектору державного управління України в кінці 2020 р. на 4,5% ВВП перевищуватиме середнє значення - 62% ВВП; така ситуація наражає державні фінанси України на вплив суттєвих ризиків рефінансування боргу.

За I квартал 2020 р. внутрішній державний борг України з урахуванням гарантованого збільшився на 28,9 млрд грн., а зовнішній державний борг - на 0,51 млрд дол. США. Після сприятливої динаміки боргових показників упродовж 2017-2019 років I квартал 2020 р. просигналізував підвищення боргових ризиків, внаслідок погіршення макроекономічної ситуації та нарощування абсолютної суми державного боргу. За результатами

проведеного нами аналізу в кінці березня 2020 р. в Україні порушувалися три з п'яти стандартних критеріїв боргової стійкості.

Відносна величина дефіциту Державного бюджету складала **4%** ВВП, а дефіциту Зведеного бюджету – **2,1%** ВВП. Ситуація із залученням бюджетних доходів виглядала досить песимістично, що пояснювалося впливом як макроекономічних, так і управлінських факторів. В умовах пандемії коронавірусу та впливу на економіку України численних зовнішніх шоків проблеми з формуванням дохідної частини бюджету збільшують бюджетний дефіцит і породжують реальні загрози для стабільності державних фінансів.

Ключовими тенденціями на ринку ОВДП у I кварталі 2020 року стали: а) припинення надходження іноземного капіталу, що виливалося у звуження місткості ринку та генерувало додаткові ризики для стабільності платіжного балансу і валютного курсу гривні; б) зниження привабливості ОВДП для внутрішніх інвесторів, що загострювало проблеми пошуку джерел фінансування бюджетного дефіциту для Уряду і актуалізувало ризики порушення боргової стійкості.

Збільшення дефіциту бюджету з 2,3% до 7,5% ВВП законом про бюджет від 13.04.2020 р. викликало необхідність суттєвого нарощування внутрішніх державних позик: із 236,4 млрд грн у 2019 р. до 377,6 млрд грн у 2020 р. (без участі нерезидентів). Однак, за несприятливої кон'юнктури ринку ОВДП реалістичну суму внутрішніх запозичень, яка може бути мобілізована з ринку виключно на ринкових засадах, ми оцінюємо в межах 175-230 млрд грн за рік. Таким чином, наявність розриву внутрішнього позичкового фінансування в бюджеті 2020 року на рівні 150-200 млрд грн., очевидно, вимагає застосування екстраординарних джерел його покриття.

Заслуговує на увагу і той факт, що використання для фінансування бюджетного дефіциту виключно ресурсів банків та ін. фінансових установ без підтримки ринку ОВДП Національним банком породжує загрози посилення «ефекту витіснення» кредитів реальному сектору, що провокуватиме поглиблення економічного спаду в країні. Результати економіко-математичного моделювання засвідчують: збільшення запозичень Уряду на внутрішньому фінансовому ринку на 1 млрд грн має своїм наслідком зростання відсоткових ставок за гривневими кредитами банків на 0,16%. Таким чином, збільшення суми внутрішніх державних позик з 49,9 млрд грн у VI кварталі 2019 р. до 64,4 млрд грн у I кварталі 2020 р. стало чинником підвищення реальних відсоткових ставок за банківськими кредитами на 2,3% річних.

Для нівелювання зазначених проблем і ризиків пріоритетними завданнями фінансової та боргової політики держави в 2020 році мають стати:

1) **Укладання угод з Міжнародним валютним фондом та іншими офіційними кредиторами щодо залучення кредитних ресурсів до бюджету;** термінова реалізація заходів з отримання доступу України до програм міжнародних фінансових організацій та інших донорів, спрямованих на протидію поширенню коронавірусу;

2) **Започаткування Національним банком програми викупу активів** (в т. ч. ОВДП) для відновлення нормальної кривої дохідності на ринку, недопущення зростання вартості ресурсів на фінансовому ринку та уникнення колапсу державних фінансів при скороченні доступу до ринкового фінансування; погодження графіків розміщення на первинному ринку державних цінних паперів Мінфіном та графіків проведення операцій відкритого ринку з купівлі/ продажу державних цінних паперів Національним банком;

3) **Скорочення операцій з депозитними сертифікатами Національного банку** і зниження відсоткових ставок за ними з метою усунення небажаної конкуренції для ОВДП; застосування інших монетарних інструментів Національним банком із урахуванням потреб Мінфіну у залученні внутрішніх позик і періодичності проведення аукціонів з розміщення ОВДП;

4) **Спрощення процедур для придбання ОВДП фізичними особами через банки з мінімізацією трансакційних витрат** для кредиторів Уряду та/ або випуску ОВДП в документраній формі для фізичних осіб;

Державні облигації для фізичних осіб, в т. ч. номіновані в іноземній валюті, є перспективним інструментом фінансування бюджетного дефіциту і залучення заощаджень населення до економічного обороту. З часів «очистки» банківської системи у 2014-2016 рр. рівень довіри до банківської системи залишається низьким, а банківські депозити для багатьох є недостатньо надійним та дохідним активом. В той же час за даними НБУ обсяг готівкової валюти в позабанківському обігу нині сягає 88,6 млрд дол. США. Крім того, фінансова система України характеризуються однією з найнижчих часток фізичних осіб у складі інвесторів у внутрішньо-боргові зобов'язання Уряду. В Україні вкладення фізичних осіб в ОВДП становлять 8,5 млрд грн або 0,2% ВВП. В той же час у Латвії та Литві вказаний показник досягає 0,5% ВВП, у Польщі – 1% ВВП, в Італії – 5,1% ВВП, в Ірландії – 6,8% ВВП, в Угорщині – 14,5% ВВП і у Португалії – 15% ВВП.

5) Проведення **зваженої політики надання державних гарантій за кредитами**: використання практики часткових гарантій Уряду за кредитами суб'єктам господарювання, намагання не виходити за 3% ліміт загального обсягу державних гарантій відносно доходів бюджету;

6) **Непроведення політики докапіталізації приватних банків і державних компаній** за рахунок нарощування державного боргу; **здійснення правочинів з державними деривативами** (їх викупу на вторинному ринку при максимальному зниженні ринкової ціни), як передбачено нормами закону про бюджет на 2020 рік.

*Матеріал підготовлено:*

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