

Олександр Любіч

доктор економічних наук, професор,
Заслужений економіст України,
віце-президент ДННУ «Академія фінансового управління»,
м. Київ, Україна
alyubich@ukr.net
ORCID ID: 0000-0002-9339-4242

Дмитро Хохич

кандидат економічних наук, доцент,
доцент кафедри економічної теорії,
Київський національний економічний університет
імені Вадима Гетьмана, м. Київ, Україна
khokhych.dmytro@kneu.edu.ua
ORCID ID: 0000-0003-3787-939X

ВПЛИВ ВНУТРІШНІХ БОРГОВИХ ЗАПОЗИЧЕНЬ НА СТАН ГРОШОВО- КРЕДИТНОЇ СФЕРИ

Вступ. Нова якість діалогу Національного банку України та Міністерства фінансів сприяють розвитку внутрішнього боргового ринку. Останній у 2023 році відновив свою функціональність і почав генерувати чисте фінансування. Вагомий результат разом із міжнародною допомогою партнерів дав можливість пройти дуже непростий рік без емісійного фінансування. Успішна робота внутрішнього боргового ринку є важливою для забезпечення стійкого економічного зростання. З одного боку, ресурси залучені на внутрішньому ринку спрямовуються на покриття дефіциту бюджету, з іншого борговий ринок є важливим інструментом для поліпшення строкowości коштів у банківській системі, мінімізації ризиків для валютного ринку та цінової стабільності.

Проблеми боргової політики та її вплив на грошово-кредитну сферу та економічне зростання широко викладені в працях зарубіжних вчених: Дж. Кейнса [1], Р. Масгрейва [2], Г. Саймонса

[3], В. Вікрі [4], Т. Сарджента [5] та ін. Дж. Кейнс в знаменитій «Загальній теорії зайнятості, процента і грошей» наводить пояснення теорії попиту спрямованої на зменшення податкового навантаження, стимулювання зайнятості та заощаджень [1]. Х. Ченері та А. Страут пояснили, що основною причиною, чому країни з ринками, що розвиваються, накопичують зовнішній борг, є брак заощаджень та інвестицій [6]. Країни з дефіцитом ресурсів звертаються до місцевого або міжнародного ринку запозичень для залучення коштів з метою вирівнювання споживання та підтримки економічного зростання. Крім того, низькі державні доходи, низький рівень інвестицій та збалансований бюджетний дефіцит є додатковими причинами, чому країни, що розвиваються, звертаються до боргового ринку [7]. Зовнішній борг уряду – це борг перед власниками державних цінних паперів, таких як казначейські векселі та казначейські облігації. Уряд здійснює запозичення шляхом випуску векселів, облігацій та інших цінних паперів. Існує дві основні причини державних запозичень: 1) очікувані державні доходи не досягають очікуваних видатків; 2) погашення державного боргу, термін погашення якого настає [8]. Зовнішні державні запозичення можуть мати як негативний, так і позитивний вплив на економічне зростання. А. Пресбітеро з'ясував, що індустріально розвинені країни краще, ніж країни, що розвиваються, використовують борг у продуктивний спосіб. Отже, розвинені країни краще справляються з побічними ефектами великого боргу, такими як: 1) ефект витіснення; 2) несприятливе інвестиційне середовище; 3) нестабільність ринку та політики; 4) відтік капіталу з країни через побоювання щодо девальвації національної валюти. Зовнішній борг має негативні наслідки через неефективне управління в країнах, що розвиваються. Ці негативні наслідки нівелюють будь-які можливі вигоди від використання боргу в більш продуктивних проєктах, які додадуть вартості економіці. Крім того, Пресбітеро виявив, що державний борг має негативний вплив на економічне зростання, коли борг перевищує 90% ВВП. Його дослідження базувалося на вибірці 114 країн, що розвиваються, за період 1980-2004 [9].

Інше дослідження, проведене С. Кальдероном і Дж. Фуентесом у Латинській Америці, виявило негативний вплив зовнішнього

боргу на економічне зростання в період 1970-2010 років [10]. Б. Тчеріні та ін. використовуючи метод аналізу часових рядів виявили негативний, але статистично незначущий зв'язок між економічним зростанням та зовнішнім боргом для Малаві за період 1975-2003 років [11]. Вони припустили, що уряд повинен надавати більше стимулів місцевим виробникам для сприяння розвитку конкуренції на місцевому та міжнародному ринках, замість того, щоб покладатися на запозичення для розширення економіки. Ще одне дослідження, проведене на Ямайці, показало негативний зв'язок між загальним державним боргом і зростанням продуктивності. Дослідники дійшли висновку, що розширення боргового ринку державою негативно вплинуло на економічне зростання [12].

Аналіз ринку боргового фінансування в умовах циклічних шоків розглядається у працях вітчизняних дослідників: Т. Богдана, Т. Єфименко, А. Крисоватого, М. Крупки, В. Кудряшова, І. Луніної, І. Лютого, В. Пинзеника, та ін. На думку Т. Богдан ключовими завданнями держави під час війни є пріоритизація спрямування ресурсів для здобуття перемоги на фронті [13]. Т. Єфименко наголошує на пріоритетах державної політики, що передбачає надзвичайні дії центробанку на посилення резилієнтності державного банківського сектору, зокрема у зв'язку зі значним зростанням обсягів проблемних кредитів, підвищенням ризиків збитковості й інвестиційної привабливості [14]. І. Луніна обґрунтувала пропозиції щодо залучення значних обсягів міжнародної фінансової підтримки та залучення Національного банку України до купівлі військових облігацій на тлі істотного скорочення податкових надходжень [15]. В. Кудряшов наголошує на розривах між зростаючими витратами державного бюджету та покриттям їх доходами. Як наслідок, зросло навантаження на його фінансування, що потребує внесення значних змін до джерел залучення коштів та механізмів їх реалізації [16].

В умовах воєнного стану невирішеними залишаються питання щодо координації політики боргового фінансування та рівня облікової ставки. Крім того, політика внутрішніх державних запозичень потребує перегляду, внесення змін до залучення такого фінансування з прив'язкою до величини облікової ставки, що

склалася на ринку, термінів та ризиків пов'язаних із залученням внутрішнього ресурсу для покриття дефіциту державного бюджету.

Методологічну частину теоретичної частини дослідження становлять концептуальні положення економічної теорії, що пояснюють функціонування боргового ринку в умовах невизначеності. Під час дослідження були використані метод системного аналізу для з'ясування напрямку координації політик боргового фінансування і облікової ставки воєнного періоду; абстрактно-логічний метод для розуміння подальшої стратегії боргової політики, що ґрунтується на розширенні інструментів внутрішнього залучення фінансових ресурсів та недопущенні монетарного фінансування; статистичний метод для аналізу частки кредитів та вкладень ОВДП в активах банківської системи.

Результати та дискусія. На сьогодні, ставка доходності ОВДП на вітчизняному борговому ринку наближена до доходності кредитного портфелю. Така політика не вимагає значних операційних витрат на оцінку ризиків та управління портфелем, а також витрат на формування резервів. Емісія боргових інструментів суверена є привабливою альтернативою для комерційних банків України на протигагу кредитування клієнтів. Середня доходність ОВДП становить 17,32%, що вище доходності кредитних портфелів у системі.

Наведена статистика показує доходи за усіма цінними паперами, включаючи недержавні цінні папери та депозитні сертифікати НБУ, тому у табл. 1 не наводиться доходність вкладень в цінні папери. Однак за депозитними сертифікатами, НБУ у червні 2023 року пропонував ставку 20%, що значно вище доходності операцій з кредитами. Такі фінансові активи характеризуються надзвичайно високою доходністю і є по суті безризиковими для банків. Ставки за депозитними сертифікатами НБУ настільки високі, що дозволяють багатьом банкам з надлишковою ліквідністю заробляти більші доходи, ніж за ОВДП.

Якщо відняти від фінансового результату доходи від вкладень в цінні папери, то банківська система покаже збитки, в т.ч. значні збитки у банків з іноземним капіталом і банків з місцевим капіталом. Група державних банків зберігає прибутковість, але

лише на консолідованому рівні, оскільки прибуток показав би лише ПриватБанк (майже 10,6 млрд грн) завдяки значним комісійним доходам, розформуванню резервів та доходам від купівлі-продажу валюти. Решта державних банків були збитковими: -4,6 млрд грн в Ощадбанку, -2,1 млрд грн в Укрексімбанку та -0,7 млрд грн в Укргазбанку.

Слід враховувати, що ставки банків за кредитами базуються не лише (і не стільки) на вартості ресурсів, а на вартості кредитного ризику та попиту на кредити. Тому навіть в умовах здешевлення депозитів клієнтів і облікової ставки, банки будуть встановлювати високі вставки, щоб виправдати прийняття ризику дефолту.

Таблиця 1

Доходи вітчизняних банків від кредитно-інвестиційної діяльності, станом на 01.06.2023 року, млн грн

Показники	Банківська система	Банки з державним капіталом	Банки з іноземним капіталом	Банки з місцевим капіталом
Процентні доходи	116 143,8	52 184,9	36 147,3	27 811,6
Кредитний портфель	983 181,0	529 805,2	253 802,8	199 573,0
Процентні доходи від кредитних операцій	56 228,4	23 932,5	17 294,5	15 001,4
Частка в загальних процентних доходах	48%	46%	48%	54%
Дохідність кредитного портфелю	14%	11%	16%	18%
Портфель ОВДП	545 219,7	413 553,8	63 666,6	67 999,3
В т.ч. ОВДП в іновалюті	87 956,5	70 103,8	5 103,9	12 748,9
Портфель інших ЦП	531 788,5	178 531,1	231 292,4	121 965,1
Усього вкладення в ЦП	1 077 008,2	592 084,9	294 958,9	189 964,4
Доходи від вкладень з ЦП	59 915,4	18 852,8	18 852,8	12 810,2
Частка в загальних процентних доходах	52%	36%	52%	46%
Фінансовий результат	53 589,3	31 431,7	15 011,8	7 145,8
Фінансовий результат без процентних доходів від ОВДП	-6 326,1	12 578,8	-3 841,0	-5 664,3

Джерело: [17].

Складається враження, що на рівні двох відомств – НБУ та Мінфіну – не склалась координація політик боргового фінансування і облікової ставки.

Основна частина портфелю ОВДП зосереджена в державних банках (76%), в т. ч. в Приватбанку – 43%, Ощадбанку – 17%, Укрексімбанку – 11% і Укргазбанку – 5%. Решта державних цінних паперів припадає на банки з іноземним капіталом – 12% і банки з місцевим капіталом – 12%.

Таблиця 2 показує, що вітчизняні банки скорочують кредитні портфелі, а вкладення в ОВДП навпаки зростають. Частка кредитного портфелю падає. Таким чином, банки послаблюють свою функцію фінансування реального сектору.

Таблиця 2

**Частка кредитів та вкладень ОВДП
в активах банківської системи, млн грн**

Показник	01.02.2023	01.03.2023	01.04.2023	01.05.2023	01.06.2023	Приріст
Загальні активи	2 735,1	2 769,6	2 795,6	2 857,2	2 859,4	4,5%
Кредити надані клієнтам	1 028,9	1 013,8	1 001,8	992,2	983,2	-4,4%
ОВДП	558,4	579,5	595,1	592,6	606,0	8,5%
Частка кредитів в активах	38%	37%	36%	35%	34%	-4%
Частка ОВДП в активах	20%	21%	21%	21%	21%	1%

Джерело: [17]

Середньозважена дохідність ОВДП при первинних розміщеннях у 2022 р. становила 12,7% річних, а в 2023 р. – близько 18% річних [19]. На дохідність суверенних облігацій визначально впливає ризик країни, що вимірюється рейтинговими агентствами та інституційними інвесторами. Приблизна дохідність державних облігацій України строком погашення 10 років становить 37,11%, а дохідність 3-річних державних облігацій становить 32,98% (ставки розраховані відповідно до прибутковості інших доступних дюрацій) [20]. Значення премії свопу кредитного дефолту на 5 років становить 550,9 пунктів, а ймовірність дефолту становить 9,18%.

Слід також нагадати, що НБУ є найбільшим держателем державних облігацій (табл. 3). Якщо додати портфелі облігацій у державних банків, то сукупна концентрація державних «інвесторів» є надмірною.

Таблиця 3

ОВДП, які знаходяться в обігу за номінально-амортизаційною вартістю (станом на 24.05.2024 року)

Власник	Обсяг, млрд грн	Частка
НБУ	677,61	41,73%
Банки	685,37	42,21%
Юридичні особи	162,2	9,99%
Фізичні особи	61,76	3,8%
Нерезиденти	35,42	2,18%
Територіальні громади	1,5	0,09%
Усього	1623,86	100%

Джерело: [18]

У табл. 4 наведено порівняння премій за ризик різних країн світу станом на кінець липня 2023 року. Рівень премій розраховується регулярно американськими вченими Нью-Йоркського університету. Дані показують, що дохідність облігацій України завищена на 3-5 пунктів. Однак не для всіх країн премія за ризик вище ставки дохідності облігацій. Наприклад, суверенні облігації строком на 3 роки мають дохідність: Пакистану – 17,2%, а Шрі Ланки – 10,8% що вказує на наявність факторів, які не враховані належним чином у даних розрахунках премії [21].

Висновки. На підставі викладеного можна зробити наступні висновки та пропозиції:

Рівень облікової ставки та ставок за депозитними сертифікатами НБУ поступово вирівнюється (розміри ставок за депозитними сертифікатами овернайт і тримісячними депозитними сертифікатами – 13,5% та 16,5% відповідно при обліковій ставці 13,5%). Таке співвідношення є характерним для більшості країн, в яких у ряди намагаються стимулювати економічне зростання.

Надмірно високі ставки за ОВДП і депозитними сертифікатами НБУ створюють «нездорову» природу прибутковості банків, стримують апетит банків до кредитування реального сектору.

Таблиця 4

Рейтинги облігацій і відповідні премії за ризик для вибірки країн (станом на початок січня 2024 року)

		Рейтинг Moody's	Рейтинг Fitch	Рейтинг S&P	Премія за ризик країни
1	Венесуела	C	RD	N/A	23,49%
2	Ліван	C	RD	D	23,49%
3	Сирія	NR			23,49%
4	Судан	NR			23,49%
5	Аргентина	Ca	CC	CCC-	17,55%
6	Гана	Сaa3	RD	SD	14,63%
7	Замбія	Сaa3	RD	SD	14,63%
8	Корея, КНДР	NR			23,49%
9	Куба	Ca			17,55%
10	Малаві	NR			17,55%
11	Сомалі	NR			17,55%
12	Сьєрра-Леоне	NR			14,63%
13	Україна	NR	CC	CC	17,55%
14	Шрі Ланка	Ca	RD	SD	17,55%
15	Еквадор	Сaa3	B-	B-	14,63%
16	Лаос	Сaa3	N/A		14,63%
17	М'янма	NR			14,63%
18	Пакистан	Сaa3	CCC	CCC+	14,63%

Джерело: [22]

Зберігається надмірно висока частка державних банків та НБУ у вкладеннях в ОВДП. Виникла небезпечна ситуація, коли центральний банк разом з державними банками фінансують дефіцит державного бюджету. Така політика потребує обмежень строками воєнного стану та має розглядатися як надзвичайна.

В межах компетенції Ради фінансової стабільності запровадити механізм узгодження перегляду облікової ставки (разом зі ставками за депозитними сертифікатами) та ставки купону за облігаціями державного боргу.

Прийняття рішень про рівень облікової ставки та інших монетарних інструментів має бути делеговано органу у статусі Комітету монетарної політики при НБУ за участю принаймні трьох незалежних експертів і лише після консультацій з Урядом.

Встановити ліміти для державних банків та НБУ на розмір портфелю вкладень в ОВДП та строки приведення портфелів у відповідність з цими лімітами. Обґрунтування лімітів вимагає розробки методології. Рішення про встановлення зазначених лімітів мають прийняти відповідні колегіальні органи державних банків (КУАП, Правління) та НБУ (Правління) після консультацій з наглядовими радами банків і Радою НБУ відповідно.

Мінфін розглядає ОВДП як «вияв патріотизму і благодійності», а не як інвестиційний інструмент. Тому загострюється протистояння між НБУ та Мінфіном за покупців державних облігацій. Виграти від цієї конкуренції можуть роздрібні інвестори, які отримають можливість вигідно вкласти кошти в цінні папери з привабливою дохідністю.

Взаємовідносини між Мінфіном та НБУ виглядають як діалектичне протистояння двох протилежних ідеологій. З одного боку, Мінфін не може виконувати бюджет без «друку» грошей НБУ, з іншого, НБУ для зниження інфляційного тиску потрібно, щоб Мінфін підвищував відсоткові ставки під час первинного розміщення облігацій. Це підвищило б попит на гривневі активи, зменшило б попит на валюту та необхідність в емісійному покритті бюджетного дефіциту.

Трансмісійний механізм облікової ставки практично не впливає на дохідність за депозитами в умовах воєнного стану. Це можна пояснити зупинкою кредитування в Україні після початку війни через високі ризики та невизначеність.

Вихід НБУ на ринок ОВДП може дати інвесторам привабливий інструмент для інвестицій або залишитися непоміченим. Усе залежить від того, які цінні папери НБУ продаватиме, за якою ставкою дохідності та строками погашення.

Література

1. Keynes, J. M. The General Theory of Employment, Interest and Money. 2013 Edition. 1936.

2. Musgrave, R. A., & Musgrave, P. B. Public Finance in Theory and Practice (5th Ed.). McGraw-Hill College. 1989.
3. Simons, H. C. Economic Policy for a Free Society. University of Chicago Press. 1948.
4. Vickrey, W. Public Economics: Selected Papers by William Vickrey. Cambridge University Press. 1997.
5. Sargent, T., & Bassetto, M. Shotgun Wedding: Fiscal and Monetary Policy. 2020. Retrieved from https://www.nber.org/system/files/working_papers/w27004/w27004.pdf.
6. Chenery, H. B., and Strout, A. M. Foreign assistance and economic development. *The American Economic Review*, (1966): 679-733.
7. Gohar, M., and Butt, F. The Impact of External Debt Servicing on the growth of Low-Income Countries, Sukkur Institute of Business Administration. In Proceedings of 2nd International Conference on Business Management (ISBN: 978-969-9368-06-6) (2012).
8. Babu, J. O., Kiprop, S., Kalio, A. M., and Gisore, M. Effect of domestic debt on economic growth in the east African community. *American Journal of Research Communication*, 3(9) (2015): 73 – 95.
9. Presbitero, A. F. Total public debt and growth in developing countries. *The European Journal of Development Research*, 24(4) (2012): 606-62.
10. Calderón, C., and Fuentes, J. R. Government debt and economic growth. Inter-American Development Bank 2013.
11. Tchereni, B. H. M., Sekhampu, T. J., and Ndovi, R. F. The impact of foreign debt on economic growth in Malawi. *African Development Review*, 25(1) (2013): 85-90.
12. Panth, S., R. Blavy, G. Kwon, R. Romeu, L. McFarlane, W. Robinson & M. Morgan, Jamaica: Selected Issues, International Monetary Fund, Country. 2006. Report No. 06/157, Washington, DC. Retrieved January 2011 from: www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2006/cr06157.pdf
13. Богдан Т. П. Державний борг і позики під час війни та методи їх поствоєнного врегулювання. *Фінанси України*. 2022. № 4. С. 27–45. URL: https://doi.org/10.33763/fi_nukr2022.04.027.

14. Єфименко Т. І. Управління державними фінансами в період воєнного стану та повоєнної відбудови України: науковий супровід трансформацій. *Фінанси України*. 2023. № 1. С. 7–25. URL: https://doi.org/10.33763/fi_nukr2023.01.007.
15. Луніна І. О. Потенціал публічних фінансів для забезпечення видатків воєнного періоду та поствоєнного відновлення України. *Фінанси України*. 2022. № 8. С. 7–26. URL: https://doi.org/10.33763/fi_nukr2022.08.007.
16. Кудряшов В. П. Управління фінансуванням державного бюджету в аспекті співпраці України з МВФ. *Фінанси України*. 2023. № 6. С. 75-95. URL: https://doi.org/10.33763/fi_nukr2023.06.075.
17. Національний банк України. Наглядова статистика. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/supervision-statist#3>
18. Національний банк України. Фінансові ринки. ОВДП, які знаходяться в обігу за номінально-амортизаційною вартістю. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/t-bills> (дата звернення 24.05.24)
19. Богдан Т. Фіскально-монетарне розбалансування. – 30.06.2023. URL: https://lb.ua/blog/tetiana_bohdan/563074_fiskalnomonetarne.html (дата звернення 24.05.24)
20. Ukraine Government Bonds – Yields Curve. URL: <https://www.worldgovernmentbonds.com/country/ukraine/> (дата звернення 24.05.24)
21. Bangladesh – Government Bonds. URL: https://www.investing.com/rates-bonds/bangladesh-government-bonds?maturity_from=60&maturity_to=260 (дата звернення 24.05.24)
22. Country Default Spreads and Risk Premiums. - Last updated: January 5, 2024. URL: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html (дата звернення 24.05.24)