

Ірина Круп'як

кандидат економічних наук, доцент,

Західноукраїнський національний університет,

м. Тернопіль, Україна

i.krpyak@wuni.edu.ua

ORCID ID: 0000-0001-5618-4863

ДЕРЖАВНІ ЗАПОЗИЧЕННЯ У ЗАБЕЗПЕЧЕННІ СТАЛОГО ЕКОНОМІЧНОГО РОЗВИТКУ УКРАЇНИ

Сталий економічний розвиток держави супроводжується використанням наявних фінансових ресурсів та пошуком нових потенційних джерел фінансування, необхідних для виконання боргових зобов'язань, покриття бюджетного дефіциту, фінансування проєктів. В цьому контексті дієвим засобом розв'язання бюджетних проблем, важливим джерелом реалізації інвестицій, а також чинником збалансування економічного розвитку країни є державні запозичення. Фінансові ресурси, залучені на боргових умовах спрямовуються на структурну перебудову економіки, подолання наслідків військових дій, фінансування інноваційно-інвестиційних програм, проєктів розвитку соціальної інфраструктури. Однак, суттєве зростання обсягу державного боргу України зумовлює необхідність дослідження ролі державних запозичень на фінансових ринках та аналізу їхнього впливу на забезпечення сталого економічного розвитку держави.

Тривалі безсистемні та безконтрольні державні запозичення шляхом випуску цінних паперів, укладення угод про позику або отримання кредитів розпорядниками бюджетних коштів призводять до виникнення прямих боргових зобов'язань країни та зниження рівня її боргової безпеки (табл. 1).

Протягом 2018-2022 років торгова безпека України перебувала в незадовільному стані, однак простежувалася позитивна тенденція до покращення значень боргових індикаторів. Відношення обсягу державного та гарантованого державою боргу до ВВП перевищувало

критичне значення у 60%. На кінець 2018 р. цей показник перебував на рівні 60,9% та скоротився до 50,3% у 2019 році, у наступних роках спостерігалось зростання значення даного показника. Відношення обсягу валового зовнішнього боргу до ВВП протягом 2018-2020 років поступово знижувалося з 87,7% до 80,8%, але не досягло критичного значення у 70%, проте у 2021 році цей показник скоротився аж до 64,8% та зріс у 2022 році, досягнувши свого максимального значення – у 89%.

Таблиця 1

Індикатори боргової безпеки України у 2018-2022 роках

Індекс	Критичне значення	2018	2019	2020	2021	2022
Відношення обсягу державного та гарантованого державою боргу до ВВП, %	>60	60,9	50,3	60,8	61,23	78,4
Відношення обсягу валового зовнішнього боргу до ВВП, %	>70	87,7	79,2	80,8	64,8	89
Середньозважена дохідність облігацій внутрішньої державної позики на первинному ринку, %	<11	17,8	16,9	10,2	10,16	18,3
Індекс EMBI (Emerging Markets Bond Index) + Україна, б. п		>1000 825,45 770,33			1011,9	1082,1
Відношення обсягу офіційних міжнародних резервів до обсягу валового зовнішнього боргу, %	<20	18,2	20,8	23,2	19,34	21,6

Джерело: складено на основі [7].

Рівень середньозваженої дохідності облігацій внутрішньої державної позики на первинному ринку у 2018-2022 роках також демонстрував різномірну тенденцію. Цей показник відображає вплив відсоткових ставок за державними облігаціями внутрішнього займу на вартість обслуговування державних боргів. У 2018 році, згідно з даними НБУ, рівень середньозваженої дохідності облігацій внутрішньої державної позики стрімко збільшився і склав 17,8%, що перевищило критичний рівень в 11%. В наступних роках спостерігалось зниження значення даного показника з 16,9% у 2019 році до 10,16% у 2021 році. Виняток склав 2022 рік – рівень середньозваженої дохідності облігацій внутрішньої державної

позики зріс до 18,3% та перевищив критичне значення на 7,3 в. п. Високі ставки відсотків за державними облігаціями внутрішнього займу підвищують вартість обслуговування державних боргів, створюють додаткове навантаження на державний бюджет.

Індекс EMBI + Україна (J.P. Morgan Emerging Markets Bond Index) відображає різницю в прибутковості єврооблігацій України та казначейських зобов'язань США для всього ринку і окремо за облігаціями кожної країни. Індекс розраховується Світовим банком. Найвищий рівень цього індикатора спостерігався у 2022 році – 1145,2 пунктів, що перевищувало критичне значення. Лише у 2018-2019 роках цей показник відповідав безпечному рівню, а у 2020-2022 роках змінився до незадовільного рівня.

Відношення обсягу офіційних міжнародних резервів до обсягу валового зовнішнього боргу протягом 2018-2022 років мало позитивну тенденцію до збільшення. Відтак, офіційна методика оцінки боргової безпеки не враховує міжнародний досвід її оцінювання та потребує подальшого вдосконалення.

За підрахунками Всесвітнього банку для обслуговування зовнішніх зобов'язань та покриття бюджетного дефіциту Україні необхідно залучити у 2023-2024 рр. майже 26 млрд дол. США позик, причому з них 12 млрд дол. США доцільно залучити на зовнішніх ринках. За таких умов особливої актуальності набуває співробітництво України з Міжнародним валютним фондом, який виступає головним зовнішнім кредитором країни.

Внаслідок російсько-української війни стали вирізнятися тенденції здійснення державних запозичень, а саме: суттєве залучення державних позик через зниженням податкових надходжень та збільшення військових видатків; інтенсифікація фінансової підтримки від зовнішніх кредиторів; зростання дохідності облігацій зовнішньої позики на вторинному ринку; випуск внутрішніх військових облігацій та залучення емісійних ресурсів НБУ для підтримання необхідних обсягів розміщення облігацій. Так, у 2022 році державні запозичення до загального фонду державного бюджету склали 1261,1 млрд грн (67,3% від запланованих), що на 637,9 млрд грн більше значення даного показника у 2021 році [7].

Важливим видом державних запозичень виступають зовнішні запозичення, які на етапі залучення є додатковим фінансовим ресурсом держави, що дозволяє збільшувати обсяги її сукупних витрат та сприяє прискоренню темпів економічного розвитку за рахунок інвестицій. Однак, наслідками таких запозичень можуть бути ревальвація обмінного курсу національної валюти, скорочення чистого експорту товарів і послуг, виникнення дисбалансу через погашення зовнішнього державного боргу. Джерелами нарощення зовнішньоборгових зобов'язань держави виступають різномірні позики (табл. 2).

Таблиця 2

**Питома вага зовнішньоборгових зобов'язань
України за видами позик у 2018-2022 роках, %**

	2018	2019	2020	2021	2022
Усього	100	100	100	100	100
Зовнішньоборгові зобов'язання за позиками, одержаними від міжнародних фінансових організацій	32,1	31,4	35,2	34,1	47,3
Зовнішньоборгові зобов'язання за позиками, одержаними від органів управління іноземних держав	4,3	4,1	3,5	3,1	7,9
Зовнішньоборгові зобов'язання за позиками, одержаними від іноземних комерційних банків, інших іноземних фінансових установ	2,6	3,6	4,9	4	2,6
Зовнішньоборгові зобов'язання за випущеними цінними паперами на зовнішньому ринку	56,8	56,6	52,4	49,1	35,6
Зовнішньоборгові зобов'язання, не віднесені до інших категорій	4,2	4,3	4	9,7	6,6

Джерело: складено за даними Міністерства фінансів України

У 2018-2022 роках значну питому вагу у загальному обсягу зовнішньої заборгованості займали позики, одержані від міжнародних фінансових організацій. Лише у 2019 році їх частка скоротилась на 0,7 в. п. в порівнянні з попереднім роком. Максимальне значення даного показника спостерігалось у 2022 році – 47,3%, а мінімальне у 2019 році – 31,4%. Суттєвим значенням характеризувалася питома вага зовнішньоборгових зобов'язань за випущеними цінними паперами на зовнішньому ринку – 56,8% у 2018 році, однак у 2019-2022 роках вона поступово зменшується.

Протягом п'яти років зростає частка заборгованості за позиками, одержаними від органів управління іноземних держав (на 3,6 в. п.) та заборгованості, не віднесеної до інших категорій (на 2,4 в. п.).

З числа міжнародних фінансових організацій основними кредиторами України були Міжнародний Валютний Фонд (6,8 млрд дол. США); Міжнародний банк реконструкції та розвитку (8,7 млрд дол. США); Європейський Союз (3,2 млрд дол. США). Найбільшими кредиторами серед іноземних комерційних банків залишалися Credit Agrigole Corporate, Cargill, та Deutshce Bank [7].

Україна отримувала значні позики від урядів Канади, Німеччини та Японії. Загальний обсяг таких позик складає понад 3,5 млрд дол. США. Кредиторами держави виступають також деякі українські фінансові установи, зокрема НБУ, Укрексімбанк, Ощадбанк та Укргазбанк. Такі великі державні банки є фактично єдиними покупцями ОВДП на внутрішньому ринку, адже інші комерційні банки мають можливість купувати валюту в обсязі не більше 0,1% обсягу регулятивного капіталу за день. Їх частка в сукупному обсязі державного та гарантованого державою боргу відповідає 0,49%. При цьому НБУ є власником близько 80% випущених ОВДП, тому його реальна частка в структурі внутрішніх кредиторів держави є значно більшою [7].

«Запозичення у міжнародних фінансових організацій залишається вигідним для держави з огляду на термін надання кредитів, вартість ресурсів, інституційний вплив. Загальний обсяг ресурсів, які Україна може отримувати від таких інституцій для впровадження пріоритетних проєктів розвитку, складає понад 2,5 млрд дол. США щорічно. Успішне співробітництво з міжнародними фінансовими інституціями є також важливим індикатором для іноземних приватних інвесторів. Так, позики МВФ створюють можливість доступу держави до міжнародних ринків позичкового капіталу. МВФ забезпечує умови виплати кредиту, що є максимально сфокусовані на розв'язанні економічних проблем та адекватні економічному та інституційному потенціалу країни» [2].

Протягом п'яти років вирізнялася динаміка відношення валового зовнішнього боргу до експорту товарів та послуг. Так, валовий зовнішній борг України у 2021 році складав 159,1% експорту, а в

2022 році значення цього показника зросло до 231,5% експорту, при гранично допустимому значенні для країн з низькими і середніми доходами у 200% (рис. 1). Це вказує на значну неплатоспроможність України. При цьому структура експорту України із високою питомою вагою сировинної складової створює ризики девальвації національної валюти в процесі стимулювання економічного розвитку держави. Економіка такого типу є чутливою до змін на світовому ринку, негативні тенденції зміни цін приводять до зменшення експорту та створюють додатковий тиск на курс гривні.

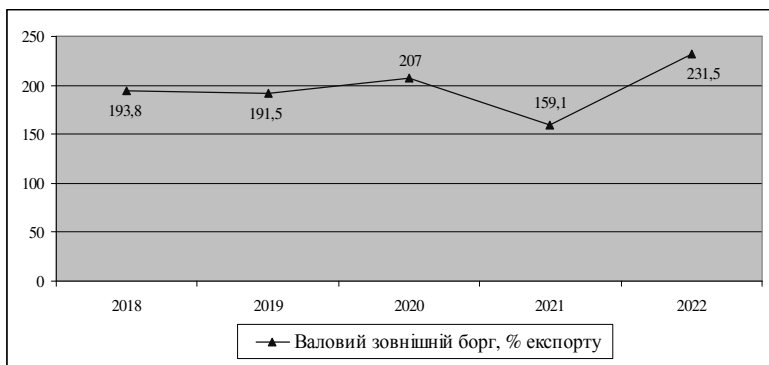


Рис. 1. Динаміка відношення валового зовнішнього боргу до експорту товарів та послуг у 2018-2022 роках

Джерело: складено за даними Міністерства фінансів України

Співвідношення валового зовнішнього боргу до ВВП, згідно прогнозів МВФ [7], мало досягти максимального значення в 2021 році, після чого – продемонструвати низхідну динаміку. Однак, через висхідну динаміку показників державного боргу та зростання в 2022 році ВВП на рівні 1-2%, в майбутньому відбуватиметься подальший ріст співвідношення зовнішній борг/ВВП. При цьому за офіційними показниками у 2020 році обсяг номінального ВВП країни скоротився на 28% та на 11% у 2021 р. [7]. Проте враховуючи фізичне скорочення експорту, а також трикратну девальвацію національної валюти, що зменшили вартість частини ВВП, яка виражена внутрішнім споживанням, можна акцентувати на реальному падінні ВВП за останні роки. Отже, абсолютні значення

розмірів зовнішнього боргу можуть досягати значних величин, проте борг завжди має знаходитися у визначеній кореляційній залежності відносно абсолютної величини ВВП.

Внутрішні державні запозичення зумовлені наявністю дефіциту бюджету через неспроможність держави провести скорочення витрат у відповідності до наявних доходів. Відтак виникає потреба в додаткових фінансових ресурсах, які можна одержати шляхом емісії грошей або запозичень всередині держави. Разом з тим, перевагами покриття бюджетного дефіциту на основі внутрішніх запозичень є: забезпечення касового виконання бюджету, керованість інфляційними процесами в країні, зміцнення фінансового становища держави. При цьому виконання боргових зобов'язань за внутрішніми державними запозиченнями не зменшують фінансового потенціалу країни, вони гарантуються всім майном, що перебуває у власності держави. Платоспроможність за внутрішніми позиками забезпечується за рахунок внутрішніх джерел.

В Україні внаслідок тривалої орієнтації уряду на зовнішні ринки запозичень стримувався розвиток внутрішнього ринку облігаційних позик та обмеженими залишалися можливості використання державних цінних паперів для регулювання національної грошово-кредитної системи. Водночас невисокий попит національних суб'єктів фінансового ринку на облігації внутрішньої державної позики був зумовлений їх низькою дохідністю та невисокою ліквідністю на вторинному ринку, а також незначним рівнем розвитку небанківського сектору. При цьому різномірну тенденцію демонструвала структура заборгованості за випущеними цінними паперами на внутрішньому фінансовому ринку (табл. 3).

Найбільшу частку у структурі заборгованості за випущеними цінними паперами на внутрішньому ринку станом на 31 грудня 2022 року займали ОВДП (30-річні) – 17,07% (7,58 млрд грн); ОВДП (15-річні) – 17,07% (6,48 млрд грн); ОВДП (10-річні) – 5,84% (2,22 млрд грн) та ОВДП (1,5-річні) – 5% (1,9 млрд грн). При цьому, «за рахунок випуску військових ОВДП у 2022 році залучено 597,2 млрд грн, у тому числі, шляхом придбання у власність Національним банком України – 400 млрд грн. Для

збільшення статутного капіталу ПрАТ «Українська фінансова житлова компанія» було здійснено випуск облігацій внутрішньої державної позики у розмірі 30 млрд грн» [7].

Таблиця 3

Структура заборгованості за випущеними цінними паперами на внутрішньому фінансовому ринку станом на 31.12. 2022 року

Вид заборгованості	Млрд дол. США	Питома вага, %
Заборгованість за випущеними цінними паперами на внутрішньому ринку	37,96	100,00
1	2	3
ОВДП (1 - місячні)	0,00	0,00
ОВДП (10 - річні)	2,22	5,84
ОВДП (11 - річні)	0,48	1,26
ОВДП (12 - місячні)	1,47	3,87
ОВДП (12 - річні)	0,96	2,52
ОВДП (13 - річні)	0,78	2,05
ОВДП (14 - річні)	1,28	3,37
ОВДП (15 - річні)	6,48	17,07
ОВДП (16 - річні)	0,33	0,87
ОВДП (17 - річні)	0,74	1,95
ОВДП (18 - місячні)	1,90	5,00
ОВДП (18 - річні)	0,33	0,87
ОВДП (19 - річні)	0,33	0,87
ОВДП (2 - річні)	1,64	4,32
ОВДП (20 - річні)	0,33	0,87
ОВДП (21 - річні)	0,33	0,87
ОВДП (22 - річні)	0,33	0,87
ОВДП (23 - річні)	0,33	0,87
ОВДП (24 - річні)	0,33	0,87
ОВДП (25 - річні)	0,33	0,87
ОВДП (26 - річні)	0,33	0,87
ОВДП (27 - річні)	0,33	0,87
ОВДП (28 - річні)	0,33	0,87
ОВДП (29 - річні)	0,33	0,87
ОВДП (3 - місячні)	0,00	0,00
ОВДП (3 - річні)	1,13	2,98
ОВДП (30 - річні)	7,58	19,97

Продовження табл. 3

1	2	3
ОВДП (4 - річні)	1,37	3,60
ОВДП (5 - річні)	1,85	4,88
ОВДП (6 - місячні)	1,29	3,34
ОВДП (6 - річні)	1,12	2,95
ОВДП (7 - річні)	0,59	1,55
ОВДП (8 - річні)	0,27	0,71
ОВДП (9 - місячні)	0,00	0,00
ОВДП (9 - річні)	0,49	1,29

Джерело: складено на основі [7]

Облігації внутрішньої позики (ОВДП) задовольняючи потреби держави у додаткових фінансових ресурсах, виконують також роль інструменту забезпечення надійного активу та орієнтиру для відсоткових ставок на всіх сегментах фінансового ринку, важеля грошово-кредитної політики і політики управління банківською ліквідністю. Використання внутрішніх державних запозичень сприяє також поглибленню ринку капіталів і грошового ринку, підвищенню рівня приватних заощаджень та інвестицій.

Отже, за рахунок зовнішніх запозичень стимулюється сталий економічний розвиток держави шляхом формування інвестиційного клімату, підтримки національної грошової одиниці та платіжного балансу, забезпечення соціальної стабільності, розвитку фінансового ринку й ринку корпоративних облігацій. Водночас використання таких запозичень посилює залежність фінансової політики держави від рівня використання зовнішніх позик, збільшується податкове навантаження, зростають валютні ризики, скорочуються темпи зростання доходів населення. При цьому, на основі здійснення внутрішніх запозичень держава може ефективно використовувати власний фінансовий потенціал, здійснювати розподіл та перерозподіл фінансових ресурсів без нарощування зовнішньоборгових зобов'язань. Однак, структура зовнішнього та внутрішнього позичкового фінансування, а також обсяги накопичених боргових зобов'язань держави свідчать про надмірне використання ризикових форм запозичень, що посилює вразливість боргової позиції країни та підвищує ймовірність її боргової кризи. В цьому контексті важливе

значення має ефективне управління позичковими операціями держави, дотримання економічно безпечних розмірів боргового навантаження, забезпечення прозорості розміщення запозичень, своєчасне та повне виконання заходів з погашення відсотків та основної суми заборгованості, обмеження залучень фінансових ресурсів міжнародних організацій, що передбачають додаткові умови кредитування й сприяють економічній та політичній залежності держави, збільшення частки внутрішніх запозичень у структурі державного боргу.

Література

1. Богдан Т. П. Державний борг і позики під час війни та методи їх поствоєнного врегулювання. *Фінанси України*. 2022. № 4. С. 27-45.
2. Боргова стійкість державних фінансів: монографія / за ред. Т. І. Єфименко, С. А. Єрохіна, Т. П. Богдан. Київ: ДННУ «Акад. фін. управління». 2014. 712 с.
3. Кудряшов В. П. Імперативи та ризики накопичення державних запозичень. *Економіка України*. 2018. № 6. С. 26-43. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/EkUk_2018_6_4.
4. Лютий І. О., Софієнко А. П. Зовнішні державні запозичення як інструмент фінансової політики уряду. *Фінанси України*. 2019. № 5. С. 64-78.
5. Полковниченко С. О. Залучення зовнішніх державних запозичень та їх вплив на розвиток економіки України. *Глобальні та національні проблеми економіки*. 2017. Випуск 20. С. 26-29.
6. Слав'юк Н. Р. Зовнішні державні запозичення та економічний розвиток країни: монографія. Київ: Національний університет «Києво-Могилянська академія». 2019. 172 с.
7. Статистичні матеріали по стану державного боргу України та здійсненню державних запозичень. Міністерство фінансів України: веб-сайт. URL: <https://www.minfin.gov.ua/news/borg/borhova-statystyka>
8. Стойко О. Я., Шубенко І. А. Оцінка стану державного боргу України та напрями його оптимізації. *Проблеми економіки*. 2021. № 1. С. 123-133. URL: <http://oaji.net/articles/2021/728-1623655802.pdf>