



<https://doi.org/10.15407/eip2022.01.107>

УДК 33.021:336.27]:330.34(477)

JEL: H63

Валентина Гаркавенко¹

Галина Єршова²

ВПЛИВ БОРГОВОЇ ПОЛІТИКИ УРЯДУ НА РОЗВИТОК ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ

Аналізується вплив боргової політики уряду на розвиток економіки України. Визначено, що нині практично всі показники боргової стійкості в Україні перевищують критичну межу, за якою вона втрачає можливості самостійно вирішити боргові проблеми. Так упродовж 2014–2021 рр. внутрішній державний та гарантований державою борг України збільшився у гривневому еквіваленті у 3,9 раза і станом на кінець 2021 р. становив 1111,6 млрд грн. Збільшення боргу відбулося передусім за рахунок прямого державного боргу, який за аналізований період зріс у 4,1 раза.

Зроблено висновок, що масштабність державних запозичень в Україні перетворює їх на загрозу для економіки, оскільки без зміни чинної державної боргової політики ризик неспроможності уряду виконувати свої зобов'язання з погашення та обслуговування боргу зростатиме. Акцентовано на переосмисленні економічної політики країни у напрямі обмеження боргової залежності країни, удосконалення структури платіжного та зовнішньоторговельного балансів, виваженого підходу до лібералізації відносин у зовнішньоекономічній сфері та залучення іноземних інвестицій.

Здійснено детальний аналіз тенденцій щодо випуску ОВДП, ОЗДП, а також залучення боргового фінансування від міжнародних фінансових організацій. Дослідження тенденцій, а головне структури ОВДП дає підстави стверджувати, що зростання випуску зумовлене не лише необхідністю фінансування дефіциту державного бюджету, а й недоліками і прорахунками грошово-кредитної та боргової політики, а також політикою

¹ **Гаркавенко, Валентина Іванівна** – науковий співробітник відділу фінансів реального сектору, ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАН України" (вул. П.Мирного, 26, Київ, 01011, Україна), e-mail: gvi1953@ukr.net

² **Єршова, Галина Віталіївна** – канд. екон. наук, старший науковий співробітник відділу фінансів реального сектору, ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАН України" (вул. Панаса Мирного, 26, Київ, 01011, Україна), ORCID: 0000-0002-8807-130X, e-mail: galina_yershova@ukr.net



протекціонізму інтересів окремих бізнес-структур.

Акцентовано увагу на тому, що значна частка коштів нерезидентів в ОВДП збільшує валютно-курсову та фінансову вразливість країни і є фактором, що надає нерезидентам можливість впливати на валютний ринок та, відповідно, на курс національної валюти і стан міжнародних резервів України³.

Ключові слова: боргова політика уряду, дефіцит державного бюджету, державний борг, боргова стійкість, облігації внутрішньої державної позики, облігації зовнішньої державної позики

Проблема державного боргу вже давно характеризується як одна із найактуальніших не лише в багатьох країнах світу, а й на рівні міжнародних організацій. Зростання боргового навантаження стало невід'ємною складовою фінансової системи більшості країн світу, оскільки у розвинених країнах та країнах, що розвиваються, впродовж останніх 30 років спостерігається стійка тенденція збільшення дефіциту бюджету.

На сьогоднішній день обслуговування державного боргу – один із визначальних факторів макроекономічної стабільності та зростання добробуту населення більшості країн світу. Від шляхів вирішення цієї проблеми залежить бюджетна дієздатність, стан валютних резервів країни та, відповідно, стабільність її національної валюти, рівень відсоткових ставок, інвестиційний клімат та ін.

Економісти-науковці не могли оминати своєю увагою украй важливе питання боргової політики держави. Численні наукові роботи, присвячені питанням боргової політики країн, гармонізації державної політики запозичень, її узгодженості з іншими важливими складовими фінансової системи та стану фінансової безпеки країни, свідчать про актуальність цієї теми з наукової точки зору. Вплив державного боргу на розвиток економіки країни став предметом уваги багатьох дослідників, зокрема таких видатних економістів, як Дж. Кейнс, Д. Рікардо, А. Сміт, Дж.С. Мілль та ін. Вони одними з перших замислилися над причинами виникнення та зростання державного боргу країни та зробили спробу оцінити його вплив на стан і майбутній розвиток економіки країни. Варто зазначити, що представники класичної політичної економії, до яких належали, зокрема А. Сміт, Д. Рікардо, переважно досить обережно ставилися до активної боргової політики держав та застерігали від марнотратства, яке в перспективі може призвести до банкрутства країни [1]. Водночас були й прибічники нарощення державного боргу (зокрема, К. Дітцель, Л. фон Штейн), які вважали, що розвиток економіки за рахунок запозичень є проявом могутності держави та значною мірою забезпечує її процвітання [2].

Істотний науковий доробок у дослідженні питань державної боргової

³ Публікацію підготовлено в рамках виконання НДР "Трансформації у фінансуванні корпоративного бізнесу в умовах нестабільності" (№ ДР: 0121U112770).



політики здійснили вітчизняні вчені, серед яких можна виділити праці В. Гейця [3], Т. Богдан [4], О. Василика [5], С. Гасанова [6], Н. Падченко [7], А. Гальчинського та інших. Науковці досліджували питання впливу боргової політики на економічний розвиток країни і займалися визначенням критеріїв, розробленням індикаторів ефективності боргової політики держави.

Водночас те, що Україна в останнє десятиліття проводить активну боргову політику, а зовнішні та внутрішні боргові зобов'язання невпинно збільшуються, актуалізує проведення аналізу діючої системи державних запозичень та визначення її впливу на економічні процеси та розвиток економіки країни, що і стало *метою статті*.

В останнє десятиліття більшість країн світу активно використовували інструменти боргового фінансування для вирішення внутрішніх економічних проблем. На кінець 2017 р. глобальний світовий борг становив 184 трлн дол. США, що еквівалентно 225% світового ВВП [8], і це не може не викликати занепокоєння щодо стабільності глобальної економіки. Водночас, попри застереження, що лунають від міжнародних фінансових організацій, боргове навантаження у світі продовжує зростати значними темпами. До цього призвів ряд факторів, серед яких основними були фінансово-економічна криза (2008–2009 рр.) та пандемія коронавірусу, які завдали серйозного удару по економічній активності та макроекономічній стабільності багатьох держав. Так у 2020–2021 рр. державні витрати країн світу – як розвинених, так і тих, що розвиваються, – для фінансування антикризових заходів збільшилися передусім за рахунок зростання державного боргу. У розвинених країнах на боротьбу з пандемією COVID-19 витратили близько 17% від ВВП, у країнах із середнім доходом – 4% ВВП, а в найменш розвинених – 1,6% ВВП [9].

Високі темпи зростання державного боргу характерні не лише для країн, що розвиваються, а й для розвинених. Так, у семи провідних країнах із розвинутою економікою у 2020 р. спостерігалось стрімке зростання державного боргу (табл. 1). В окремих із цих країн, зокрема США, Італії, Японії, упродовж 2013–2020 рр. державний борг перевищував рівень ВВП країни.

Таблиця 1

**Державний борг (з урахуванням гарантованого)
відносно ВВП країни, %**

№ з/п	Країна	2019	2020
1.	США	108,5	133,9
2.	Німеччина	59,2	69,1
3.	Франція	97,6	115,1
4.	Італія	134,6	155,8
5.	Японія	235,4	254,1
6.	Велика Британія	85,2	104,5
7.	Канада	86,8	117,5

Джерело: Перспективи розвитку світової економіки. Відновлення під час пандемії: застереження з приводу ризиків для здоров'я, перебої у поставках, ціновий тиск / МВФ. Жовтень 2021. URL: <https://www.imf.org/>



Слід зазначити, що у багатьох країнах високий рівень державного боргу сигналізує про наявність проблем щодо державних фінансів. Хоча і низький рівень державного боргу не завжди засвідчує відсутність у країні проблем, а може бути пов'язаний зі слабкістю економіки країни, що не надає їй повноцінних можливостей залучати позикові кошти. І навпаки – високий рівень державного боргу не є однозначним свідченням проблем у країні [10]. Часто чим багатша країна і вищий життєвий рівень у ній, тим більші обсяги державного боргу вона має, адже соціальні зобов'язання та реалізація масштабних макроекономічних програм вимагають додаткових коштів, які можливо залучити лише на борговому ринку. Разом із тим високий рівень державного боргу, навіть не обов'язково засвідчуючи про проблеми в країні, відволікає ресурси від більш продуктивних витрат, обмежує можливості держави збільшувати витрати на охорону здоров'я, освіту, інфраструктуру або знижувати податки для стимулювання економічного зростання.

Найбільш яскравими прикладами того, що високий рівень державного боргу не є однозначним свідченням проблем, можуть слугувати Японія та США. За показником відношення державного боргу до ВВП (254% за 2020 р.) Японія понад десять років посідає перше місце в рейтингу країн світу, США – входить до перших 20 країн [11]. Варто враховувати, що економіки цих країн є одними із найбільш ефективних та конкурентоспроможних. Ці країни, по суті, є головними емісійними центрами провідних світових валют, що надає їм змогу отримувати емісійні доходи та, в разі потреби, у будь-який час профінансувати свої видатки за рахунок багатомільярдної емісії, що буде використана світовою економікою. США та Японія є одними із найбільших кредиторів світової економіки, що мають не лише державні борги, а й активи під них у вигляді боргових зобов'язань інших країн. Саме тому, незважаючи на тенденцію подальшого зростання державного боргу, що, безумовно, є фактором ризику, Японія і США далекі від проблем інших країн з високим рівнем боргового навантаження. Принагідно зазначити, що Японія, поряд із Китаєм, є найбільшим кредитором США, і при взаєморозрахунках становище Японії може виявитися кращим, ніж США.

Для України зростання державного боргу є закономірним наслідком дефіциту бюджету, адже з часу здобуття країною незалежності та до сьогодні, значний бюджетний дефіцит та пошуки шляхів його фінансування становили одну з найактуальніших економічних проблем. Незважаючи на те, що у 2020 р. показник відношення державного боргу (з урахуванням гарантованого) до ВВП України становив 60,8%, це не свідчить про відсутність проблем у країні. Нині практично всі показники боргової стійкості в Україні перевищують критичну межу, за якою вона втрачає можливості самостійно вирішити боргові проблеми (табл. 2).

Зокрема, аналіз показників боргової стійкості України свідчить, що:



державний борг перевищує доходи бюджету більше ніж удвічі; близько 60% державного боргу сформовано за рахунок зовнішніх запозичень; питома вага боргу, номінованого в іноземній валюті, у загальній сумі державного боргу перевищує 60%.

За надзвичайних умов держава не буде спроможна здійснювати платежі за зовнішнім державним боргом через недостатність валюти, оскільки сальдо поточного рахунку України є від'ємним упродовж тривалого часу, а рівень покриття загального обсягу державного зовнішнього боргу міжнародними резервами ледь перевищує 50%.

Відзначимо, що *розмір зовнішнього державного боргу* ще на початку 2014 р. вже становив загрозу економічному суверенітету України внаслідок інтенсивності зовнішніх державних запозичень урядом під час фінансової кризи 2008–2009 рр. та в посткризовий період, заміщення позик міжнародних фінансових організацій запозиченнями шляхом випуску та розміщення ОЗДП на зовнішніх ринках та зростання їх вартості⁴. На тлі короткостроковості валового зовнішнього боргу країни та від'ємного сальдо поточного рахунку платіжного балансу збільшувався ризик неспроможності уряду виконати свої зобов'язання перед зовнішніми кредиторами. Недостатній рівень міжнародних резервів посилював вразливість сектора державних фінансів до валютних ризиків, зумовлених суттєвим обсягом заборгованості за запозиченнями в іноземній валюті на внутрішньому ринку, значна частина яких була здійснена на умовах дострокового погашення.

Загроза оголошення України державою-банкрутом стала ключовим чинником зростання зовнішнього державного боргу в 2014–2021 рр.: з урахуванням гарантованого державою він у доларовому еквіваленті збільшився на 19,6 млрд дол. США, або у 1,5 раза (у гривневому – на 1,26 трлн грн, або у 5,2 раза) – передусім за рахунок позик міжнародних організацій економічного розвитку⁵ та розміщення облігацій зовнішніх державних позик. На 31.12.2021 р. він становив 57,2 млрд дол. США [12]. Це зумовило звернення уряду країни до МВФ із проханням про надання кредиту, а також проведення реструктуризації частини зовнішнього державного боргу. Уникнути оголошення дефолту за зовнішніми зобов'язаннями Україні вдалося, проте проблеми в економіці не зникли.

⁴ Прикладом зростання вартості запозичень на зовнішніх ринках є розміщення у 2012 р. ОЗДП обсягом 2,25 млрд дол. США терміном на десять років із доходністю 7,8% та обсягом 2,6 млрд дол. США терміном на п'ять років із доходністю 9,25% – це найвища ставка за ОЗДП, що були раніше розміщені Україною не лише за п'ятирічними, а й за десятирічними ОЗДП.

⁵ Заборгованість перед ними за цей період зросла із 11,8 до 28,3 млрд дол. США, тобто на 16,5 млрд дол. США, або у 2,4 раза.



Таблиця 2

Динаміка державного боргу України* та показники боргової стійкості
(на кінець періоду)

Показник	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Загальна сума державного боргу у зрівнявочому еквіваленті, млрд грн	584,8	1100,8	1572,2	1929,8	2141,7	2168,6	1998,3	2551,9	2671,8
зовнішній	300,7	612,0	1042,7	1240,1	1375,0	1397,2	1159,4	1518,9	1560,2
внутрішній	284,1	488,8	529,5	689,7	766,7	771,4	838,8	1032,9	1111,6
Загальна сума державного боргу в доларовому еквіваленті, млрд дол. США	73,2	69,8	65,5	71,0	76,3	78,3	84,4	90,2	97,9
зовнішній	37,6	38,8	43,4	45,6	49,0	50,5	49	53,7	57,2
внутрішній	35,6	31	22,1	25,4	27,3	27,8	35,4	36,5	40,7
Загальна сума державного боргу, номінованого в іноземній валюті, у дол. США, млрд дол. США	43,7	43,1	46	49,5	53,4	55,5	53,5	58,6	61,9
Загальна сума державного боргу, номінованого у національній валюті, млрд грн	235	421,7	468,4	584,1	643,6	631,7	732,2	894,3	982,7
у т.ч. заборгованість за ОВДП, млрд грн	202	391	444,1	561,9	627,5	618,1	717,4	854,2	937
Валютний курс на кінець періоду, грн за 1 дол. США	7,99	15,77	24,00	27,19	28,07	27,69	23,69	28,28	27,28
Державний борг /ВВП, % (не більше 60%)**	38,4	69,4	79,1	80,9	71,8	60,9	50,3	60,8	
Державний борг/доходи державного бюджету, % (не більше 100%)**	172,4	308,3	294	313,1	269,9	233,6	200,2	237,2	206
Питома вага зовнішнього боргу у загальному обсязі державного боргу, % (не більше 40%)**	51,4	55,6	66,3	64,3	64,2	64,4	58,0	59,5	58,4
Питома вага боргу, номінованого в іноземній валюті, у загальній сумі державного боргу, % (не більше 40,3%)**	59,8	61,7	70,2	69,7	69,9	70,9	63,4	65	63,2
Витрати на обслуговування державного боргу, % до доходів державного бюджету (не більше 10%)**	10,1	14,3	16,2	15,8	14,1	12,5	12,0	11,2	11,8

* З урахуванням гарантованого.

** У дужках – граничне значення.

Джерело: складено за даними: Державний та гарантований державою борг України за відповідні роки. URL: <http://minfin.kmi.gov.ua>; ОВДП, які знаходяться в обігу за сумою основного боргу. URL: <https://bank.gov.ua>



Значимо, що виконання окремих рекомендацій МВФ, що є умовою для надання ним кредитів, не сприяють покращенню економічної ситуації в Україні. Зокрема, рекомендації МВФ у 1994–1999 рр. щодо, по-перше, недоцільності державного регулювання макроекономічних процесів, по-друге, форсованих темпів роздержавлення та приватизації, незважаючи на відсутність відповідних умов, по-третє, жорсткої монетарної політики, зумовили руйнування макроекономічних пропорцій процесу відтворення і поглиблення економічної кризи в Україні. Попри значні обсяги запозичень у МВФ у 2008–2010 рр. та 2014–2018 рр., поштовху щодо розвитку економіки в Україні не відбулося. Більше того, впровадження стандартних рекомендацій іззовні, без відповідних розрахунків та прогнозних наслідків їх впливу на економіку, та передчасна лібералізація відносин в економічній сфері стали поштовхом до створення спекулятивної моделі фінансової системи України.

Принагідно наголосити, що після глобальної фінансової кризи 2007–2009 рр. офіційна позиція МВФ щодо лібералізації рахунку капіталу змінилася докорінно. Так, якщо до кризи у програмах підтримки країн, які розвиваються, однією із вимог МВФ була лібералізація операцій з капіталом, то зараз наголошується: "якщо приплив іноземного капіталу має тимчасовий характер, то необхідність уведення контролю руху капіталу є незаперечним" [13]. Натомість стосовно України політика залишається незмінною.

Значні загрози непрогнозованого зростання зовнішнього державного боргу та видатків Державного бюджету України і погіршення ситуації в бюджетній сфері країни створює проведена у 2015 р. реструктуризація частини (3,2 млрд дол. США) зовнішнього державного боргу шляхом випуску деривативів (ВВП-варантів). Доходність за ними прив'язана до темпів зростання економіки, а потенційний збиток від цієї реструктуризації за своїми масштабами безпрецедентний для всього світу.

Підвищує ризики подальшого загострення боргової проблеми також збільшення за 2014–2021 рр. заборгованості за облігаціями державної зовнішньої позики майже на 5,5 млрд дол. США⁶, що супроводжувалося зростанням вартості таких запозичень. Показово, що відсоткові ставки за ОЗДП були значно вищими, ніж за ОВДП, номінованими в іноземній валюті, які є прийнятною (за обсягами) і доцільною (зменшують зовнішню залежність країни) альтернативою ОЗДП.

Важливим фактором погіршення платоспроможності держави, здатним підірвати фінансову стабільність у країні, стало понад п'ятнадцятикратне зростання державного внутрішнього боргу (з урахуванням гарантованого) у

⁶ У тому числі внаслідок переведення до державного боргу під час реструктуризації зовнішнього державного боргу частини місцевого боргу Київської міської ради за місцевими зовнішніми запозиченнями та облігацій державного підприємства "Фінансування інфраструктурних проєктів", випущених під державні гарантії.



кризовий та посткризовий періоди⁷ (2008–2013 рр.). Водночас його подальше нарощення призвело до того, що Україна з 2014 р. перебуває на межі дефолту – не лише за зовнішніми борговими зобов'язаннями уряду, а й за внутрішніми, що пов'язано зі стрімким зростанням державного боргу, викликаним збільшенням внутрішніх запозичень у національній валюті та збільшенням заборгованості у національній валюті за зобов'язаннями в іноземній валюті внаслідок девальвації національної валюти, зростанням відсоткових ставок щодо його обслуговування.

Так, упродовж 2014–2021 рр. внутрішній державний та гарантований державою борг України збільшився у гривневому еквіваленті у 3,9 раза, або на 827,5 млрд грн, і на 31.12.2021 р. становив 1111,6 млрд грн, у т.ч. прямий борг – 1062,6 млрд грн. Це сталося передусім за рахунок зростання прямого державного боргу – за аналізований період – у 4,1 раза, приріст 805,6 млрд грн.

Збільшення заборгованості за ОВДП відбулося виключно за рахунок ОВДП, номінованих у національній валюті. Упродовж 2014–2021 рр. (крім 2018 р.) заборгованість за цими державними паперами зросла у 4,6 раза, або на 735 млрд грн. Заборгованість за ОВДП, номінованими в іноземній валюті, зменшилася на 1,4 млрд дол. США, або на 25%. Водночас знецінення національної валюти призвело до збільшення її гривневого еквіваленту у 2,6 раза, або на 71,7 млрд грн⁸ [14].

Аналіз тенденцій, а головне – структури випуску ОВДП дає підстави стверджувати, що її зростання зумовлене не лише необхідністю фінансування дефіциту державного бюджету, а й недоліками і прорахунками грошово-кредитної та боргової політики, а також цілеспрямованими рішеннями державних органів для створення джерел отримання нерезидентами і вітчизняними олігархічними структурами та кланом інвестиційних банкірів надприбутків. Фактами, що підтверджують зазначене, можуть слугувати, зокрема, такі тенденції.

1. Упродовж 2014–2021 рр. обсяг випуску ОВДП, номінованих у гривні, для збільшення капіталу державних банків та банків з державною участю і націоналізації ПриватБанку становив 219 млрд грн – або 15% загального обсягу ОВДП, випущених за цей період (рис. 1).

⁷ Із 18,8 млрд грн станом на 01.01.2008 р. до 284,1 млрд грн станом на 01.01.14 (на 265,3 млрд грн, або у 15 разів).

⁸ Заборгованість за ОВДП, номінованими у гривні, зросла з 204,9 млрд грн на початок 2014 р. до 937 млрд грн станом на 01.01.2022 р., за ОВДП, номінованими в іноземній валюті, зменшилася з 5,7 млрд дол. США на початок 2014 р. до 4,3 млрд дол. США станом на 01.01.2022 р.

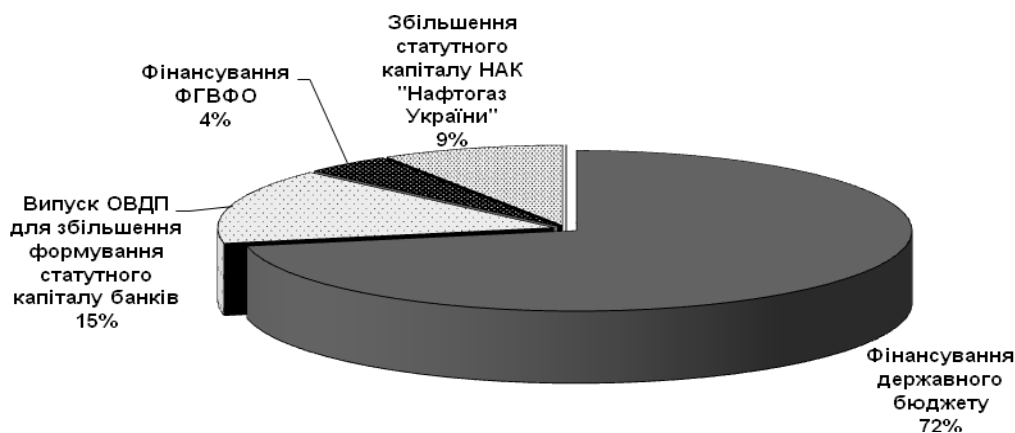


Рис. 1. Структура загального обсягу ОВДП, номінованих у грн, що випущені за 2014–2021 рр. (1440,8 млрд грн), за цільовим призначенням

Джерело: розраховано за даними Міністерства фінансів України.

Принагідно зазначити, що номінальна вартість ОВДП, випущених у 2014–2017 рр. для докапіталізації державних банків та банків з державною участю і націоналізації ПриватБанку, перевищила податкові надходження до державного бюджету за цей період у вигляді податку та зборів на доходи фізичних осіб, а також майже дорівнювала витратам державного бюджету на оборону⁹. Майже 60 млрд грн, або понад 4% загального обсягу випуску ОВДП, здійснено для фінансування ФГВФО з метою відшкодування гарантованих сум по збанкрутілих банках. Таким чином, прорахунки у грошово-кредитній та валютно-курсовій політиці НБУ, невиконання ним наглядової функції, ризикову діяльність банків, які призвели до втрати капіталу банків та банкрутства великої кількості банків, було перекладено на всіх платників податків.

2. Непомірно дорогою для платників податків стала ціна збільшення статутного капіталу НАК «Нафтогаз України» у 2014–2015 рр. [15, 16], задля чого було здійснено випуск ОВДП з доходністю 14,3–14,5% річних та терміном обігу від 5 до 7 років на суму 126,3 млрд грн за номінальною вартістю. Їх обсяг становить майже 9% загального обсягу випуску ОВДП за 2014–2021 рр.

3. Надзвичайно великі загрози руйнівного впливу на стан державного бюджету в майбутньому можуть завдати ОВДП з індексованою вартістю, умови яких, за значних обсягів, здатні перетворити країну на хронічного боржника, що втрачає практичні можливості вибратися з боргової ями.

⁹ Номінальна вартість ОВДП, випущених з цією метою, за 2014–2017 рр. становила 212 млрд грн, а сума доходів держбюджету у вигляді податків та зборів на доходи фізичних осіб становила 192 млрд грн, витрати на оборону – 213 млрд грн.



Досвід їх випуску у 2011–2013 рр. свідчить, що за погашеними у 2014–2016 рр. ОВДП на загальну суму 10 млрд грн за номінальною вартістю сума індексації становила (за розрахунками) 17 млрд грн, а рівень їх доходності – з урахуванням суми індексації та купонного доходу і терміну їх обігу – коливався в межах від 29 до 85% річних. Найбільший (за номінальною вартістю) обсяг ОВДП з індексованою вартістю до погашення припадав на 2015 р. – за "дивним" збігом обставин, саме у 2015 р. відбулося найбільше знецінення курсу національної валюти. В умовах невиконання законодавчо закріплених зобов'язань держави перед найменш захищеними верствами населення щодо індексації пенсій та інших соціальних виплат та прийняття рішень на законодавчому рівні щодо оподаткування депозитів та пенсій для працюючих пенсіонерів, доходи власникам ОВДП було проіндексовано на суму, що становить майже 15% податкових надходжень у вигляді податку та зборів на доходи фізичних осіб до державного бюджету за цей період.

Зауважимо, що три банки з іноземним капіталом (ПАТ "Райффайзен Банк Аваль", ПАТ "Сітібанк" та ПАТ "Альфа-банк") володіли майже 45% ОВДП з індексованою вартістю, термін погашення яких припав на 2014–2016 рр.

Замість того, щоб оцінити вплив умов державних запозичень на стан державного бюджету й економіки загалом і надалі не лише відмовитися від випуску ОВДП з індексованою вартістю на діючих умовах, а й прийняти рішення щодо неприйнятності індексації ОВДП, випущених у 2011–2013 рр., та проведення переговорів з їх власниками щодо перегляду умов погашення, Мінфін України – вже після зміни влади у 2014 р. – суттєво збільшив обсяги випуску ОВДП з індексованою вартістю, і лише у 2018 р. припинив їх випуск. Усього за 2014–2017 рр. обсяг випуску та розміщення ОВДП з індексованою вартістю з термінами погашення від 7 до 15 років становив 120,3 млрд грн, або майже 11% загального обсягу випуску гривневих ОВДП. Випуск ОВДП, індексація яких прив'язана до зміни валютного курсу, на такі терміни і в таких обсягах, є "міною сповільненої дії", оскільки хронічний дефіцит поточного рахунку платіжного балансу і відсутність реальних кроків щодо його покращення створює передумови для знецінення національної валюти, що посилюються діючим режимом плаваючого валютного курсу та, відповідно, загрози непрогнозованого зростання витрат державного бюджету і погіршення ситуації в бюджетній сфері країни.

4. Обсяг ОВДП з індексованою вартістю у сумі 111,6 млрд грн (майже 93% їх випуску) з терміном обігу від 10 до 15 років, випущених для фінансування внесків держави до статутного капіталу державних банків¹⁰ та націоналізації і докапіталізації ПриватБанку відповідно до рішень Кабінету Міністрів України, не лише унеможливорює об'єктивну оцінку фактичної вартості підтримки банків платниками податків, а й надає підстави для

¹⁰ Ощадбанк – 25, 4 млрд грн; Укрексімбанк – 12,3 млрд грн, ПриватБанк – 73,8 млрд грн.



припущень, що випуск саме цих ОВДП пов'язаний зі спробами приватизації державних банків та забезпечення в подальшому гарантованого джерела доходів у вигляді індексації ОВДП, а не лише відсоткового доходу. У випадку продажу отриманих від держави ОВДП з індексованою вартістю на відкритому ринку надприбутки отримають нові власники цих ОВДП. Вочевидь надприбутки отримають і власники семирічних ОВДП з індексованою вартістю, розміщених у 2016 р. в обсязі 8,7 млрд грн (за номінальною вартістю) за рішенням Мінфіну.

5. За період 2014–2021 рр. обсяг випуску гривневих ОВДП, пов'язаний із забезпеченням фінансування дефіциту державного бюджету¹¹, становив 1035,7 млрд грн, або 72% загального обсягу випуску гривневих ОВДП за цей період. Їх випуск здійснювався за ставками, що значно перевищували відсоткові ставки за депозитами у національній валюті й юридичних, і фізичних осіб¹².

Незважаючи на зміну влади в країні, стрімке зростання обсягів випуску ОВДП, номінованих у гривні, спостерігалось у 2019–2021 рр. Так, якщо у 2018 р. обсяг випуску гривневих ОВДП становив 65,1 млрд грн, то у 2019 р. – 227,5 млрд грн, у 2020 р. – 265,7 млрд грн, у 2021 р. – 309,7 млрд грн [17]. Суттєва частина нових запозичень спрямовувалася на погашення попередніх випусків облігацій, що пов'язано зі зростанням доходності та тим, що ОВДП випускалися на більш короткий період, адже наприкінці 2017 р. було взято "курс на підвищення доходності ОВДП", а пріоритет за строками розміщення надавався облігаціям із терміном обігу до одного року¹³, що і призвело до побудови так званої "фінансової піраміди". Лише влітку 2019 р. Мінфін почав знижувати ставки по гривневих ОВДП та переорієнтував пріоритетність у випуску ОВДП за строками обігу, проте у 2020 р. ця тенденція змінилася на протилежну – з вересня за строками та з листопада за ставками.

Із необхідністю забезпечення фінансування дефіциту державного бюджету – передусім для виконання зобов'язань щодо обслуговування та погашення державного боргу – пов'язані запозичення в іноземній валюті на внутрішньому ринку. Обсяг випуску валютних ОВДП за 2014–2021 рр. становив: номінованих у дол. США – 21 млрд дол. США, номінованих у євро – 2,8 млрд євро. Термін обігу розміщених валютних ОВДП переважно становив до одного року. До грудня 2019 р. продовжувалася раніше започаткована

¹¹ З урахуванням ОВДП, випущених для переоформлення заборгованості КМУ перед НБУ щодо здійснення платежів із погашення траншу уряду, а також ОВДП, випущених для відшкодування сум податку на додану вартість.

¹² Наприклад, середньозважена доходність за ОВДП, випущених у грудні 2018 р., становила 20%, а відсоткові ставки за депозитами у національній валюті: фізичних осіб – 11,7%, юридичних – 14,5%.

¹³ Обсяг випуску гривневих ОВДП із терміном погашення до одного року становив: у грудні 2017 р. – 93%; у 2018 р. – 93%; у січні–травні 2019 р. – від 60 до 99%., а в цілому за рік – 46%; у січні–грудні 2020 р. – від 8 до 100%, а в цілому за рік – 72%.



практика дорогих запозичень в іноземній валюті на внутрішньому ринку¹⁴, і лише після цього ці запозичення здійснювалися за значно нижчими ставками.

Зацікавленість до валютних ОВДП до 2014 р. демонстрували як резиденти, так і нерезиденти. Упродовж 2014–2016 рр. та першої половини 2017 р. у власності нерезидентів перебували практично лише валютні ОВДП, обсяг яких у їх власності зменшився з 1,5 млрд дол. США¹⁵ на кінець 2013 р. до 12 млн дол. США на кінець першого півріччя 2017 р. Наприкінці 2017 р. зацікавленість нерезидентів до українських державних цінних паперів відновилася, проте вона стосувалася гривневих ОВДП. *Одна з найвищих у світі доходність* українських державних цінних паперів, у поєднанні зі значними обсягами їх розміщення, спричинили *експансію* на ринок гривневих ОВДП *нерезидентів*, яка відбувалася впродовж 2019 р. та січня–лютого 2020 р. Характерно, що гривневі ОВДП становили 99% загального портфеля нерезидентів, що пов'язано з різницею у прибутковості гривневих ОВДП, і номінованих в іноземній валюті.

Обсяг гривневих ОВДП у власності нерезидентів за 2019 р. збільшився на 108 млрд грн (з 6,1 млрд грн до 114,2 млрд грн), у січні–лютому 2020 р. – іще на 11,1 млрд грн, а їх частка у загальному обсязі ОВДП зросла з 1% на початок 2019 р. до 17,5% на початок березня 2020 р. Саме завдяки нерезидентам стало можливим розміщення у 2019 р. гривневих ОВДП у сумі 227 млрд грн – вони придбали майже половину їх випуску, а у січні–лютому 2020 р. – майже 40%. Без урахування ОВДП, випущених для докапіталізації державних банків та націоналізації ПриватБанку, та ОВДП у власності НБУ, нерезидентам на кінець лютого 2020 р. належало 67,6% усіх ринкових гривневих боргових цінних паперів уряду, що фактично оберталися на внутрішньому ринку країни.

Вочевидь, допуск нерезидентів до ринку ОВДП та політика уряду щодо їх високої доходності стимулюють іноземних інвесторів вкладати кошти в ОВДП, фінансуючи потреби державного бюджету замість інвестицій у реальний сектор економіки. Проте значна частка коштів нерезидентів в ОВДП збільшує валютно-курсому та фінансову вразливість країни і слугує фактором, що надає нерезидентам можливість впливати на валютний ринок та, відповідно, на курс національної валюти і стан міжнародних резервів, що і підтвердили події у 2019–2022 рр.

Приплив спекулятивного іноземного капіталу через канал ОВДП (2019 р. – 4,3 млрд дол. США, у січні–лютому 2020 р. – 0,3 млрд дол. США) став головним фактором **зростання обсягів міжбанківського валютного ринку і перевищення** пропозиції валюти над її попитом **та, як наслідок, суттєвого зміцнення курсу гривні у 2019 р. (на 14,4%) та збільшення**

¹⁴ Середньозважена доходність за ОВДП у доларах США: 2014 р. – 5,8%, 2015 р. – 8,74%, 2016 р. – 7,29%, 2017 р. – 4,8%, 2018 р. – 5,97%, січень–вересень 2019 р. – 5,29–7%, грудень 2019 р. – 3,7%; 2020 р. – 3,38% річних.

¹⁵ Понад 20% валютних ОВДП.



міжнародних резервів. При цьому спостерігалася пряма залежність між зміцненням курсу гривні та придбанням нерезидентами гривневих ОВДП, переконливим аргументом чого є той факт, що дати збільшення обсягів ОВДП у власності нерезидентів фіксувалися через 1–3 дні після збільшення обсягів продажу валюти клієнтами та зміцнення курсу. Значна ревальвація національної валюти перетворювала гривневі ОВДП на іще більш привабливі, оскільки надавала нерезидентам змогу заробити ще й на курсовій різниці.

Приплив коштів нерезидентів на ринок ОВДП у березні 2020 р. миттєво перетворився на відплив, який тривав до грудня 2020 р. і призвів до стрімкої девальвації гривні – лише за березень на 14,2% та 19,4% – за 2020 р. (грудень до грудня). Девальвація гривні була би значно глибшою, якби Національний банк не спрямував на її підтримку майже 3,9 млрд дол. США [18]. Стримуючим фактором девальвації виявилось також перевищення пропозиції валюти клієнтами над її попитом на валютному ринку у квітні–червні 2020 р., що відбулося внаслідок суттєвого зменшення купівлі валюти імпортерами, спричиненого карантинними обмеженнями через пандемію коронавірусу. Загалом за 2020 р. обсяг гривневих ОВДП у власності нерезидентів зменшився на 30 млрд грн (на 1,9 млрд дол. США у доларовому еквіваленті), а їх питома вага у загальному обсязі ОВДП – з 15,9 до 9,8%.

Зацікавленість нерезидентів стосовно українських цінних паперів внутрішнього боргу, що відновилася у грудні 2020 р., тривала лише до кінця червня 2021 р., після чого нерезиденти почали поступово залишати ринок ОВДП, а в січні 2022 р. розпочалася їх втеча з ринку (у зв'язку із загрозою повномасштабного вторгнення в Україну російських військ) – лише за місяць обсяг ОВДП у власності нерезидентів зменшився на суму понад 11 млрд грн (еквівалент 560 млн дол. США), а обмінний курс знецінився майже на 6%.

Попри те, що Україна ще з 1998 р. має власний негативний досвід необмеженого і неконтрольованого доступу нерезидентів до внутрішнього ринку цінних паперів, що стало однією з головних причин кризи на валютному ринку України та стрімкого падіння курсу гривні, обмеження на обсяги придбання нерезидентами ОВДП в Україні не встановлюються. Більше того, Україна – шляхом відповідних рішень Верховної Ради України, Кабінету Міністрів України, Національного банку України, Мінфіну України – заохочує і стимулює нерезидентів до збільшення вкладень коштів у практично безризикові та високодохідні ОВДП [19].

Політика уряду України щодо високої доходності ОВДП та значні обсяги їх випуску підживлює низьку ефективність використання потенціалу банківської системи для фінансування реального сектора економіки і стимулювання структурних зрушень, оскільки стимулює комерційні банки зосередити свою діяльність не на кредитуванні, а на операціях з ОВДП. Чотири роки поспіль (2018–2021 рр.) банківський сектор загалом демонструє прибуткову діяльність значною мірою завдяки операціям з ОВДП, частка яких у загальних активах банків за цей період коливалася в межах 17–23,5%



(у деяких банків перевищує 60%) [20].

Вочевидь, подальша практика нарощення боргової залежності державою у майбутньому може призвести до ускладнень виконання своїх зобов'язань стосовно погашення та обслуговування облігацій внутрішньої державної позики у терміни, визначені умовами їх випуску, та, як наслідок, до необхідності звернення до міжнародних фінансових організацій із проханням надати черговий кредит.

Висновки

Економічна політика, що здійснювалася в Україні впродовж усіх років незалежності, ігнорувала необхідність обмеження боргової залежності країни, удосконалення структури платіжного та зовнішньоторговельного балансів, виваженого підходу до лібералізації відносин у зовнішньоекономічній сфері та залучення іноземних інвестицій, внаслідок чого призвела не лише до надзвичайно високої залежності економіки України від ситуації на зовнішніх товарних і фінансових ринках, а й підтримувала і підтримує розвиток економік інших країн на шкоду власній економіці. Лише за 2014–2021 рр. шляхом перерахування нерезидентам доходів від іноземних інвестицій та позик Україна інвестувала в економіку інших країн 72 млрд дол. США (у т.ч. 2021 р – 19,1 млрд дол. США). Хоча в будь-яку країну іноземний капітал залучається з метою розвитку вітчизняного високотехнологічного виробництва, структурних перетворень, які в результаті зумовлюють розвиток економіки, в Україні, не жаль, цього не відбулося.

Навпаки масштабність державних запозичень в Україні перетворює їх на загрозу для економіки, оскільки ризик неспроможності уряду виконати свої зобов'язання із погашення та обслуговування боргу як перед іноземними, так і перед вітчизняними інвесторами, продовжуватиме зростати і – визнають нашу країну неплатоспроможною чи не визнають – залежить виключно від ситуації на міжнародних фінансових ринках та від позиції іноземних кредиторів щодо подальшої співпраці з Україною.

Надійшла до редакції 14.02.2022 р.

Прорецензовано 10.03.2022 р.

P.S. від 29.03.2022 р.: Ця стаття була підготовлена та подана до редакції до початку воєнного ворожого вторгнення РФ на територію України і, відповідно, проблеми аналізувалися під іншим кутом зору. Зважаючи на війну на території України, тенденції в економіці, зокрема і в борговій політиці уряду, зазнали кардинальних змін, наслідки та вплив яких наразі проаналізувати неможливо. Повноцінно оцінити втрати та сформулювати нову, націлену на повноцінне відновлення економіки державну, зокрема і боргову, політику можна буде лише після остаточної перемоги над ворогом.



Список використаних джерел

1. Ізюмська В.А., Куряча Н.В. Історико-економічні аспекти дослідження державного боргу. *Економіка і суспільство* / Мукачівський державний університет. 2018. №16. С. 745–750.
2. Теорія фінансів / за заг. ред. В.М. Федосова, С.І. Юрія. Київ: Центр учбової літератури, 2010. 576 с.
3. Україна і світове господарство: Взаємодія на межі тисячоліть: моногр. / ред. А. Філіпенко, В. Будкін, А. Гальчинський та ін. Київ: Либідь, 2002. 407 с.
4. Богдан Т.П. Глобальний борг як індикатор проблем світової економіки та виклики для фінансової політики України. *Фінанси України*. 2019. №9. С. 43–63. <https://doi.org/10.33763/finukr2019.09.043>
5. Державні фінанси / О.Д. Василик, К.В. Павлюк. Київ: Центр учбов. літератури, 2004. 608 с.
6. Гасанов С.С., Кудряшов В.П., Балакін Р.Л. Досвід ЄС з антикризового управління державними фінансами та його використання в Україні. *Фінанси України*. 2014. №7. С. 17–30.
7. Педченко Н.С., Лугівська Л.А. Сутність поняття "боргова політика держави". *Науковий вісник Полтавського університету економіки і торгівлі*. 2012. №2 (53). С. 229–236.
8. Наш взаємопов'язаний світ. Річний звіт МВФ. 2019. URL: <https://www.imf.org>
9. Табах А., Подругина А. Бюджетна політика: новий поворот. *ЭКОНОС. Экономический разговор*. 8.06.2021. URL: <https://econs.online/articles/opinions/byudzhetsnaya-politika-novyy-povorot/>
10. Ризики і загрози фінансовій безпеці сектору державних фінансів та шляхи їх подолання: моногр. / О.С. Білоусова, В.І. Гаркавенко, А.І. Даниленко та ін. Київ: ДННУ "Акад. фін. управління", 2013. 308 с.
11. Перспективы развития мировой экономики. Восстановление во время пандемии: опасения по поводу рисков для здоровья, перебои в поставках, ценовое давление / МВФ. Октябрь 2021. URL: <https://www.imf.org>
12. Дані щодо зовнішнього боргу України / Мінфін України. URL: <https://www.mof.gov.ua>
13. Ярошенко Ф.А., Бушуєв С.Д., Богдан Т.П. Антикризисное управление фінансами в условиях неопределенности: моногр. / Украинская ассоциация управления проектами. Киев: "Саммит-Книга", 2012. С. 22.
14. Заборгованості за ОВДП за відповідні періоди / Мінфін України. URL: <https://www.mof.gov.ua>
15. Постанова КМУ "Про збільшення статутного капіталу Національної акціонерної компанії "Нафтогаз України" від 4 серпня 2014 р. №302. URL: <https://www.kmu.gov.ua/npas/247502705>
16. Постанова КМУ "Про збільшення статутного капіталу Національної акціонерної компанії "Нафтогаз України" від 23 січня 2015 р. №13. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/13-2015-%D0%BF#Text>
17. Результати розміщення облігацій внутрішніх державних позик (за відповідні періоди) / НБУ. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/ovdp-table>
18. Офіційні новини НБУ. URL: <https://bank.gov.ua>
19. Гаркавенко В.І., Єршова Г.В. Вплив валютної лібералізації на економіку України. *Економіка і прогнозування*. 2020. №3. С. 25–40. <https://doi.org/10.15407/eip2020.03.025>
20. Статистика банківської діяльності / НБУ. URL: <https://bank.gov.ua>



Valentyna Harkavenko¹⁶,
Galina Yershova¹⁷

THE INFLUENCE OF GOVERNMENT DEBT POLICY ON THE DEVELOPMENT OF UKRAINE'S ECONOMY

The influence of the government's debt policy on the development of Ukraine's economy is analyzed. It is determined that today almost all indicators of debt stability in Ukraine exceed the critical limit, beyond which the state loses the ability to solve debt problems on its own. Thus, during 2014–2021, the domestic public and state-guaranteed debt of Ukraine increased in hryvnia equivalent by 3.9 times and as of the end of 2021 amounted to UAH 1,111.6 billion. The increase in debt was primarily due to direct public debt, which increased 4.1 times during the analyzed period.

It is concluded that the scale of government borrowing in Ukraine makes it a threat to the economy, because without a change in the current government debt policy, the risk of the government's inability to meet its obligations to repay and service the debt will increase. Emphasis is placed on rethinking the country's economic policy in the direction of limiting the country's debt dependence, improving the structure of balance of payments and foreign trade balances, a balanced approach to the liberalization of relations in the foreign economic sphere and attracting foreign investment.

A detailed analysis of trends in the issuance of domestic and external government bonds, as well as attracting debt financing from international financial organizations. The study of trends, and most importantly the structure of domestic government bonds, suggests that their growth is due to the need to finance not only the state budget deficit, but also the shortcomings and miscalculations of monetary and debt policy, as well as protectionist interests of individual businesses.

Emphasis is placed on the fact that a significant share of non-residents' funds in domestic government bonds increases the country's exchange rate and financial vulnerability and is a factor that allows non-residents to influence the foreign exchange market and, accordingly, the national currency and international reserves of Ukraine¹⁸.

Keywords: *government debt policy, state budget deficit, public debt, debt sustainability, domestic government bonds, external government bonds*

¹⁶ **Harkavenko, Valentyna Ivanivna** – Researcher, State Institution "Institute for Economics and Forecasting, NAS of Ukraine" (26, Panasa Myrnoho St., Kyiv, 01011, Ukraine), e-mail: gvi1953@ukr.net

¹⁷ **Yershova, Galina Vitaliivna** – PhD (Economics) Senior Researcher, State Institution "Institute for Economics and Forecasting, NAS of Ukraine" (26, Panasa Myrnoho St., Kyiv, 01011, Ukraine), ORCID: 0000-0002-8807-130X, e-mail: galina_yershova@ukr.net

¹⁸ The publication was prepared within the research project on "Transformations in the financing of corporate business in conditions of instability" (State Registration No: 0121U112770).



References

1. Izyumskaya, V., Chicken, N. (2018). Historical and economic aspects of public debt research. *Ekonomika i suspil'stvo – Economy and society*, 16, 745-750 [in Ukrainian].
2. Theory of Finance (2010). Kyiv: Center for Educational Literature [in Ukrainian].
3. Ukraine and the world economy: Interaction at the turn of the millennium (2002). Kyiv: Lybid' [in Ukrainian].
4. Bogdan, T. (2019). Global debt as an indicator of the problems of the world economy and challenges for Ukraine's financial policy. *Finansy Ukrainy – Finance of Ukraine*, 9, 43-63. <https://doi.org/10.33763/finukr2019.09.043> [in Ukrainian].
5. Vasilyk, O. (2004). Public Finance. Kyiv: Literature [in Ukrainian].
6. Hasanov, S., Kudryashov, V., Balakin, R. (2014). EU experience in crisis management of public finances and its use in Ukraine. *Finansy Ukrainy – Finance of Ukraine*, 7, 17-30 [in Ukrainian].
7. Pedchenko, N., Lugovskaya, L. (2021). The essence of the concept of "debt policy of the state". *Naukovyj visnyk Poltavs'koho universytetu ekonomiky i torhivli – Scientific Bulletin of Poltava University of Economics and Trade*, 2 (53), 229-236 [in Ukrainian].
8. IMF (2019). Our Interconnected World. Annual Report. Retrieved from <https://www.imf.org>
9. Tabah, A., Podrugina, A. (2021, 6 August). Budget policy: a new turn. ECONOS. Economic conversation. Retrieved from <https://econs.online/articles/opinions/byudzhethnaya-politika-novy-povorot> [in Ukrainian].
10. Risks and threats to financial security of the public finance sector and ways to overcome them (2013). Kyiv: SESI "Academy of Financial Management" [in Ukrainian].
11. IMF (October 2021). Prospects for the development of the world economy. Recovery during a pandemic: health concerns, supply disruptions, price pressures. Retrieved from <https://www.imf.org>
12. Data on Ukraine's external debt. Ministry of Finance of Ukraine. Retrieved from <https://www.mof.gov.ua> [in Ukrainian].
13. Anti-crisis financial management in conditions of uncertainty (2021). Kyiv: "Summit Book" [in Ukrainian].
14. Debts on IGLBs for the respective periods. Ministry of Finance of Ukraine. Retrieved from <https://www.mof.gov.ua> [in Ukrainian].
15. Resolution of the Cabinet of Ministers of Ukraine "On increasing the authorized capital of the National Joint-Stock Company" Naftogaz of Ukraine "of August 4, 2014 № 302. Retrieved from <https://www.kmu.gov.ua/npas/247502705> [in Ukrainian].
16. Resolution of the Cabinet of Ministers of Ukraine On increasing the authorized capital of the National Joint Stock Company "Naftogaz of Ukraine" of January 23, 2015 №13. Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/13-2015-%D0%BF#Text> [in Ukrainian].
17. Results of placement of domestic government bonds (for relevant periods). Retrieved from <https://bank.gov.ua/ua/markets/ovdp-table> [in Ukrainian].
18. Official news of the NBU. Retrieved from <https://bank.gov.ua> [in Ukrainian].
19. Garkavenko, V., Yeshova, G. (2020). The impact of currency liberalization on the economy of Ukraine. *Ekon. prognozuvannâ – Economy and forecasting*, 3, 25-40. <https://doi.org/10.15407/eip2020.03.025> [in Ukrainian].
20. Banking statistics. Retrieved from <https://bank.gov.ua> [in Ukrainian].

Підписано до друку 03.04.2022 р.