

УДК 338.2

## МОЖЛИВОСТІ І РЕЗЕРВИ ЗДІЙСНЕННЯ ВНУТРІШНІХ ЗАПОЗИЧЕНЬ В ЕКОНОМІКУ УКРАЇНИ

Палешко Я. С., аспірант кафедри економічної теорії, національної та прикладної економіки Класичного приватного університету, м. Запоріжжя, [yanochka.nrg@gmail.com](mailto:yanochka.nrg@gmail.com)

**Палешко Я.С. Возможности и резервы здійснення внутрішніх запозичень в економіку України.**

В статті розглядаються можливості і резерви здійснення внутрішніх запозичень в економіку України. Проаналізовані окремі теорії державного боргу та боргової політики. Зосереджено увагу на проблемі сучасних національних економік країн світу, яка полягає, зокрема, в тому, що обсяг накопиченого боргу настільки великий, що поточні платежі починають серйозно «тиснути» на бюджети країн, змушуючи знижувати поточне споживання. Визначено, що резервами здійснення внутрішніх запозичень в економіку є відповідне зростання заощаджень населення і домогосподарств, тобто добровільне відкладення грошей на задоволення своїх потреб в майбутньому. Відповідно проаналізовано динаміку заощаджень домогосподарств в Україні у 2007-2015 рр. за строками погашення. Значну увагу в дослідженні приділено таким недолікам внутрішніх державних запозичень, як їх інфляційність в довгостроковому періоді та ефект витіснення приватних інвестицій за рахунок обмеження поглинаючої здатності внутрішнього ринку.

В статті доведено, що в Україні незважаючи на присвоєння державними цінним паперам нульового рівня ризику, державні цінні папери фактично є ризиковими інвестиційними інструментами. Досліджено співвідношення обсягів розміщення ОВДП та обсягів залучених коштів до бюджету у 2008 – 2015 рр. Визначені умови здійснення внутрішніх запозичень. Досліджений економічний зміст ефекту витіснення приватних інвестицій. Досліджений взаємозв'язок між динамікою приватних інвестицій, як складової обсягу ВВП, та дефіцитом бюджету, як засобом нейтралізації негативних тенденцій, що пов'язані із падінням приватних інвестицій. Зроблено висновок, що внутрішні запозичення є не тільки причиною, але й наслідком зниження приватних інвестицій та ВВП.

**Paleshko Ya. The possibilities and potential for implementation of domestic borrowing in the economy of Ukraine.**

The paper examines the opportunities and potential for the implementation of domestic borrowing in the economy of Ukraine. Analyzed some of the theory of public debt and debt policy. The emphasis on the problem of modern national economies of the world, which is, in particular, that the accumulated debt so large that current payments begin seriously "put pressure" on the country's budget, forcing to reduce current consumption. Determined that the implementation of the provisions of domestic borrowing in the economy is a corresponding increase in savings and households, ie voluntary deposits money to meet their needs in the future. Accordingly, the dynamics of household savings in Ukraine in 2007-2015. Maturity. Special attention is paid to the study of internal flaws such government borrowing as they inflationary in the long run and crowds out private investment by limiting the absorption capacity of the domestic market. The article proved that in Ukraine, despite government securities conferring zero risk government securities actually a risky investment instruments. Researched ratio of T-bills and the funds raised in the budget in 2008 - 2015 yy. The conditions of implementation of internal borrowing. The economic effect of the content of crowding out private investment. Investigated the relationship between the dynamics of private investment as a

component of GDP, and the budget deficit as a means of neutralizing the negative trends associated with the drop in private investment. It is concluded that domestic borrowing is not only a cause but a consequence of reducing private investment and GDP.

**Палешко Я.С. Возможности и резервы осуществления заимствований в экономику Украины.**

В статье рассматриваются возможности и резервы осуществления заимствований в экономику Украины. Проанализированы отдельные теории государственного долга и долговой политики. Сосредоточено на проблеме современных национальных экономик стран мира, заключается, в частности, в том, что объем накопленного долга настолько велик, что текущие платежи начинают серьезно «давить» на бюджеты стран, заставляя снижать текущее потребление. Определено, что резервами осуществления заимствований в экономику является соответствующий рост сбережений населения и домохозяйств, то есть добровольное отложения денег на удовлетворение своих потребностей в будущем. Согласно проанализирована динамика сбережений домохозяйств в Украине в 2007-2015 гг. По срокам погашения. Значительное внимание в исследовании уделено таким недостаткам внутренних государственных заимствований, как их инфляционность в долгосрочном периоде и эффект вытеснения частных инвестиций за счет ограничения поглощающей способности внутреннего рынка. В статье доказано, что в Украине несмотря на присвоение государственным ценным бумагам нулевого уровня риска, государственные ценные бумаги фактически являются рисковыми инвестиционными инструментами. Исследовано соотношение объемов размещения ОВГЗ и объемов привлеченных средств в бюджет в 2008 - 2015 гг. Определены условия осуществления внутренних заимствований. Исследован экономический смысл эффекта вытеснения частных инвестиций. Исследован взаимосвязь между динамикой частных инвестиций, как составляющей объема ВВП, и дефицитом бюджета, как средством нейтрализации негативных тенденций, связанных с падением частных инвестиций. Сделан вывод, что внутренние заимствования является не только причиной, но и следствием снижения частных инвестиций и ВВП.

**Постановка проблеми.** Оптимізація державної заборгованості є на сьогодні значною проблемою національної економіки України, що потребує вирішення, оскільки за період 2014-2015 рр. вперше за останні роки показник рівня боргової безпеки перевищив встановлену Бюджетним кодексом України допустиму межу, перетнув 70-відсотковий бар'єр і мав тенденцію до зростання. Відповідно, суттєво погіршилися зовнішні оцінки кредитного рейтингу України, що створює небезпеку подальшого припинення іноземного інвестування в економіку України. На фоні таких тенденцій актуальності набуває питання залучення внутрішніх фінансових ресурсів в економіку країни.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Питанням здійснення ефективних державних запозичень присвячено праці багатьох вітчизняних та зарубіжних вчених, зокрема А.Сміта, Д.Рікардо, К.Маркса, В.Базилевича, В. Башко, Дж. Б'юкенена,

**Невирішені раніше частини загальної проблеми.** На підставі аналізу досліджень і публікацій можна відзначити, що невирішеними залишаються питання здійснення ефективних внутрішніх запозичень.

**Постановка завдання.** Метою дослідження є визначення можливостей і резервів здійснення внутрішніх запозичень в економіку України.

**Результати дослідження.** Проблема сучасних національних економік країн світу полягає, зокрема, в тому, що обсяг накопиченого боргу настільки великий, що поточні платежі починають серйозно «тиснути» на бюджети країн, змушуючи знижувати поточне споживання. Як показує історичний досвід, проблеми починаються, коли обсяг боргу перевищує рівень 60-70%, для домогосподарства - від реально наявних доходів, для держави - від ВВП. Якщо борг більше - починаються проблеми з розвитком, якщо він досягає рівня в 120% - починаються вже відверто кризові явища.

Сьогодні борг США складає вже більше 100% від ВВП (і швидко росте), для деяких країн Євросоюзу він істотно перевищує цей рівень, криза в Греції та Італії почався при рівні держборгу приблизно в 120% від ВВП. Відзначимо, що рівень боргу середньостатистичного домогосподарства в США становив на момент початку «гострої» стадії кризи (вересень 2008 року) більше 130% від реально наявного доходу, сьогодні він впав до рівня близько 120%.

Дефіцит державного бюджету обумовлений перевищенням видатків над доходами. Будь-який дохід (як на рівні держави, так і на рівні окремого домогосподарства) розподіляється на здійснення запланованих витрат. Перш за все, це витрати на поточну діяльність, потім - витрати на обслуговування узятих раніше кредитів і, нарешті, кошти, що направляються на заощадження.

Фінансування дефіциту державного бюджету за рахунок внутрішнього боргу полягає в тому, що держава випускає цінні папери (державні облігації та казначейські векселі), продає їх населенню (домогосподарствам і фірмам) і отримані кошти використовує для фінансування перевищення державних витрат над доходами. У розвинутих країнах державні цінні папери завдяки їх безризиковості є привабливим для інвестора фінансовим інструментом.

Резервами здійснення внутрішніх запозичень в економіку є відповідне зростання заощаджень населення і домогосподарств. Основою заощаджень населення є добровільне відкладення грошей на задоволення своїх потреб в майбутньому. Під заощадженнями вітчизняні дослідники розуміють частину грошових доходів населення, яка призначена для того щоб забезпечити потреби у майбутньому і яка формується внаслідок скорочення поточного особистого споживання. Рівень доходів населення зумовлює потребу накопичувати гроші, щоб придбати потрібний товар або сплатити послугу в майбутньому [1, с.174].

За формою заощадження населення – це частина неспожитого у поточному періоді сукупного доходу домогосподарства, яка в організованій формі може трансформуватися в інвестиційні витрати, а при неорганізованій формі здійснення – виводиться на певний час з обігу, тобто залишатися «на руках» [2, с.23].

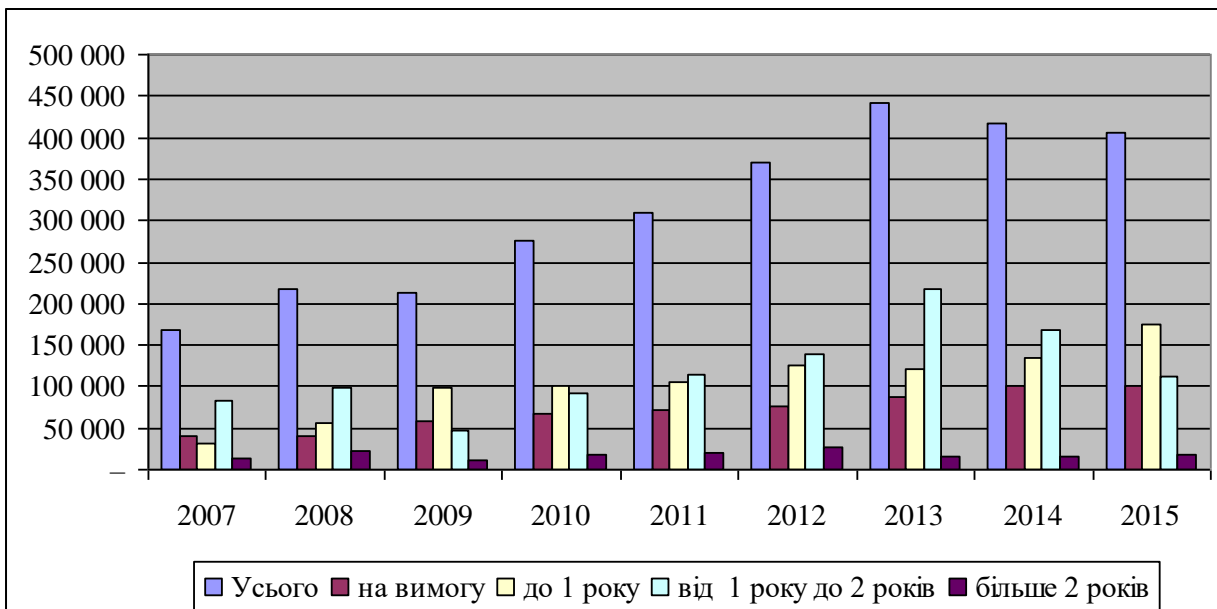


Рисунок 1 – Динаміка заощаджень домогосподарств в Україні у 2007-2015 рр. за строками погашення, млн. грн. [складено автором за даними НБУ [3]]

Динаміка заощаджень домогосподарств в Україні у 2007-2015 рр. за строками погашення наведена на рис. 1, за результатами аналізування якого можемо зробити висновок про тенденцію зростання заощаджень населення до 2013 р. При цьому,

переважали депозити строком розміщення від 1 року до 2 років. З 2014 року наявна стала тенденція до зменшення депозитів населення. Обумовлений відтік депозитів з банків такими факторами, як зниження реальних доходів населення та збільшення недовіри до банківських установ України, що підкріплюється зростанням кількості банків, в яких була введена тимчасова адміністрація та тих, що перебувають на стадії ліквідації. Станом на кінець 2015 року у стадії ліквідації знаходяться 62 банки, і постійно зростає кількість неплатоспроможних фінансових установ, у яких введена тимчасова адміністрація.

В теорії державного боргу та боргової політики вчені-економісти виділяють і переваги внутрішніх запозичень як способу фінансування дефіциту державного бюджету, і його недоліки. Серед переваг внутрішніх запозичень в першу чергу називають їх безінфляційність в короткостроковому періоді та оперативність використання даного боргового інструменту за рахунок можливості їх швидкої реалізації [4, с. 68].

Можливість швидко реалізувати державні цінні папери, а також практична відсутність спекулятивної складової, перетворює їх на засіб мобілізації необхідних для здійснення державних видатків фінансових ресурсів та на інструмент управління фінансовою системою, що має на меті зменшення дії висхідних фінансових потоків протягом фази спаду економічного циклу. В момент кризи на банківському та фондових ринках, ринку нерухомості, коли вартість переоцінених активів починає різко падати, збільшується кількість банкрутств емітентів фінансових інструментів, що посилює зазначені тенденції. Державні цінні папери у даному випадку можуть виступити своєрідними амортизаторами фінансових ринків, оскільки гарантують стабільне отримання доходу незалежно від поточної ситуації на внутрішньому ринку. Тобто в той час, коли фінансові установи та населення потерпають від збитків, виплата стабільних доходів за державними облігаціями стає джерелом стабілізації їх фінансового становища, а отже перешкоджатиме розгортанню фінансової кризи та поширенню недовіри. У результаті цього підвищується рівень довіри позичальників до тих внутрішніх емітентів, які мають у своєму інвестиційному портфелі безризикові державні цінні папери з гарантованим доходом, стримується відтік капіталів. Однак, варто зауважити, що все це справедливе у разі, коли державні цінні папери відрізняються від інших фінансових активів своїм безризиковим статусом та високою ліквідністю.

В Україні ж, незважаючи на присвоєння державними цінним паперам нульового рівня ризику (згідно з Інструкцією про порядок регулювання діяльності банків в Україні), державні цінні папери фактично є ризиковими інвестиційними інструментами. Окрім того, слід погодитись із твердженням, що незважаючи на те, що номінальна дохідність державних цінних паперів в Україні є досить високою, проте, їх реальна прибутковість (виходячи з рівня інфляції) є досить низькою [5, с. 138].

До недоліків внутрішніх державних запозичень сучасні дослідники відносять інфляційність внутрішніх запозичень в довгостроковому періоді та ефект витіснення приватних інвестицій за рахунок обмеження поглинаючої здатності внутрішнього ринку, на чому наголошують Т. Сарджент та Н. Уоллес, які в своїх дослідженнях доводять, що боргове фінансування дефіциту державного бюджету в довгостроковому періоді може призвести до ще більш високої інфляції, ніж емісійне [6, с. 1-17]. Дана «теорема Сарджента-Уоллеса» говорить про те, що держава, фінансуючи дефіцит бюджету за рахунок внутрішньої позики шляхом випуску державних облігацій, як правило, буде фінансову піраміду, тобто розплачується з минулими боргами позикою в сьогоденні, який потрібно повертатиме в майбутньому, причому повернення боргу включає як саму суму боргу, так і відсотки по ньому.

У певний момент часу в майбутньому зростаючий борг досягне деякого критичного рівня, що визначається абсорбційної здатністю фінансового ринку економіки. Тоді для стабілізації зростаючого державного боргу центральний банк буде змушений збільшити сеньйораж, піднімаючи темп зростання грошової бази вище початкового рівня. Таким чином, довгостроковим результатом обмежувальної монетарної політики є більш високий

рівень інфляції. Більш того, Т. Сарджент і Н. Уоллес показують, що якщо економічні агенти є такими, що дивляться вперед, і передбачають неминуче збільшення темпів монетарної емісії в майбутньому, то зниження темпу зростання грошової бази може спричинити зростання інфляції вже в поточному періоді [6, с. 1-17]. Т. Сарджент і Н. Уоллес довели, таким чином, що боргове фінансування дефіциту державного бюджету є неінфляційним тільки в короткостроковому періоді, а в довгостроковому періоді воно може зумовити досить високу інфляцію.

Економічний зміст ефекту витіснення приватних інвестицій полягає в тому, що збільшення кількості державних облігацій на ринку цінних паперів призводить до того, що частина заощаджень домогосподарств витрачається на купівлю державних цінних паперів, що забезпечує фінансування дефіциту державного бюджету, тобто заощадження населення витрачаються на невиробничі цілі. Натомість, купівля населенням цінних паперів приватних фірм забезпечує розширення виробництва та економічне зростання, оскільки в даному випадку заощадження населення трансформуються у внутрішні інвестиції.

Економічний механізм ефекту витіснення наступний: збільшення кількості державних облігацій веде до зростання пропозиції облігацій на ринку цінних паперів. Зростання пропозиції облігацій призводить до зниження їх ринкової ціни, а ціна облігації знаходиться в зворотній залежності від ставки відсотка, отже, ставка відсотка зростає. Зростання ставки відсотка обумовлює скорочення приватних інвестицій і скорочення обсягу випуску. Таким чином, внутрішні державні запозичення скорочують потенційні інвестиційні ресурси приватних суб'єктів господарювання, що може призвести до скорочення виробництва.

З іншого боку, внутрішні запозичення не є абсолютно незалежною змінною відносно приватних інвестицій. Адже існує взаємозв'язок, між динамікою приватних інвестицій, як складової обсягу ВВП, та дефіцитом бюджету, як засобом нейтралізації негативних тенденцій, що пов'язані із падінням приватних інвестицій. Тобто внутрішні запозичення – це не тільки причина, але й наслідок зниження приватних інвестицій та ВВП. Необхідність реагування уряду на економічні цикли шляхом коригування бюджетної політики в тому числі і шляхом управління бюджетним дефіцитом, призводить до того, що в багатьох випадках саме зниження приватних інвестицій викликає збільшення дефіциту бюджету. Проте, це твердження загалом не суперечить гіпотезі щодо існування ефекту витіснення приватних інвестицій внутрішніми державними запозиченнями [7, с. 82-96].

Для детального розгляду можливостей позитивного впливу внутрішніх запозичень на динаміку економічного зростання та визначення умов існування ефекту витіснення, проаналізуємо поведінку приватного сектору на внутрішньому фінансовому ринку та роль внутрішніх державних позик у фінансуванні державних видатків.

Обсяги розміщення ОВДП та обсяги залучених коштів до бюджету наведено на рис. 2.

У 2014 році Міністерством фінансів України було запропоновано до розміщення ОВДП на суму близько 218 млрд. грн., 793 млн. дол. США та 40 млн. євро. Статистичні дані свідчать, що відповідно протягом 2014 року шляхом випуску ОВДП вдавалося досить активно залучати кошти до бюджету. Обсяг купівлі Національним банком гривневих ОВДП за 2014 рік (181,9 млрд. грн.) становив 83% від обсягу їх випуску Міністерством фінансів (218,0 млрд. грн.). Як наслідок, залишок ОВДП у портфелі Національного банку збільшився на 171,1 млрд. грн. (на 116,3%) і на кінець року становив 318,1 млрд. грн. (близько 70% від загального обсягу), тоді як портфель комерційних банків збільшився лише на 12,4 млрд. грн. (до 93,4 млрд. грн.).

В 2015 році було випущено і розміщено ОВДП на 20 млрд. гривень для фінансування Фонду гарантування вкладів, а з метою докапіталізації банків - на 36,5 млрд. гривень [9].

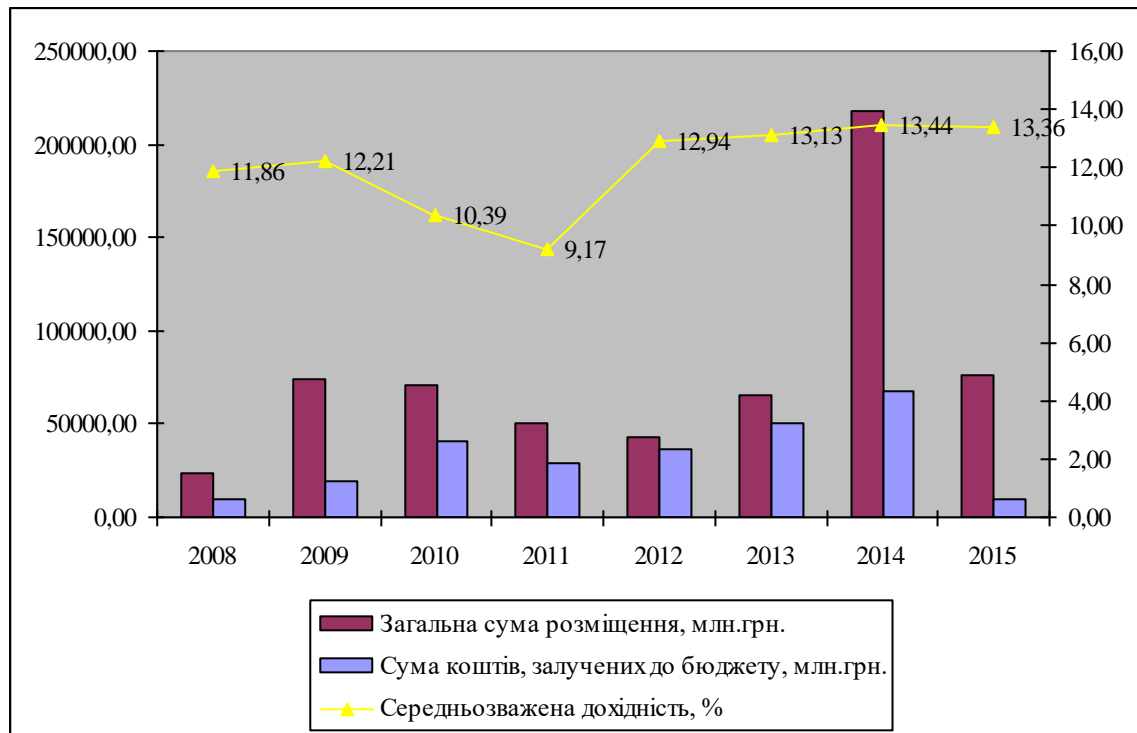


Рисунок 2 – Обсяги розміщення ОВДП та обсяги залучених коштів до бюджету у 2008 – 2015 рр. [складено автором за даними НБУ [8]]

Міністерство фінансів ініціює випуск у 2016 році облігацій внутрішньої державної позики на 16 млрд. гривень для фінансування Фонду гарантування вкладів фізичних осіб [10]. Відповідно, для України механізм використання заощаджень населення для здійснення внутрішніх запозичень з метою фінансування дефіциту державного бюджету має споживчу мету і фактично обіг заощаджень здійснюється по колу – залучити ресурси на внутрішньому ринку шляхом випуску облігацій для фінансування здійснення виплат заощаджень населення.

Фактично, девальвація національної валюти дозволяє урядові розраховуватися за внутрішніми боргами, що дешевшають разом із зниженням курсом гривні, меншими обсягам валютних ресурсів, зокрема, отриманих від міжнародних фінансових організацій. Відповідно, в 2014 році на обслуговування та погашення державного боргу було витрачено 125,5 млрд. грн., що відповідає 8% ВВП за результатом року [10].

Погляд опонентів дефіцитного фінансування щодо проблем існування ефекту витіснення не передбачає якихось особливих характеристик цих цінних паперів порівняно із іншими активами інвестиційного портфелю приватного сектора. Тобто, мають значення лише кількісні параметри державних запозичень та внутрішнього державного боргу, а логічним висновком, на основі цієї передумови, є повний або майже повний ефект витіснення. Однак, розгляд державних цінних паперів, як замінників запозичень приватного сектора не відповідає дійсності. Важливою особливістю державних цінних паперів, порівняно із іншими внутрішніми об'єктами для вкладення заощаджень, принаймні у розвинутих країнах, є їх без ризиковий характер та висока ліквідність, за якою, власне, вони наближаються до готівки та короткострокових депозитів [11].

**Висновки з проведеного дослідження.** Підсумовуючи результати дослідження можливостей і резервів здійснення внутрішніх запозичень в економіку України, відзначимо, що на відміну від більшості розвинених країн світу, державні цінні папери фактично є ризиковими інвестиційними інструментами, незважаючи на присвоєння державними цінним паперам нульового рівня ризику. Окрім того, внутрішні запозичення

в економіці в довгостроковому періоді мають інфляційний характер. В сучасних умовах скорочення заощаджень населення здійснення внутрішніх запозичень можливе за рахунок розміщення ОВДП у корпоративному секторі економіці. Відповідно, здійснення внутрішніх запозичень поступово може витіснити інвестиції у приватному секторі, що може призвести до поглиблення кризових явищ в економіці. Таким чином, державне регулювання боргової політики має бути спрямоване на переорієнтування боргової політики України із споживчої на інвестиційну.

### Список використаних джерел:

1. Рамський А.Ю. Інвестиційний потенціал заощаджень фізичних осіб та механізми його реалізації / А.Ю. Рамський // Актуальні проблеми економіки. - 2007. - №5. - С. 173-178
2. Кізима, Т. Домогосподарства як елемент економічної системи: сутність, еволюція та функції в умовах ринку / Т. Кізима // Вісник Тернопільського національного економічного університету. - 2008. - № 3. - С. 22-36
3. Статистика Національного банку України. Огляди, депозити, кредити, цінні папери / [Електронний ресурс]. - Режим доступу: [http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=24338412&cat\\_id=12063884](http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=24338412&cat_id=12063884)
4. Шевчук Д.А., Шевчук В.А. Макроекономіка: Конспект лекцій. – М., 2009 – 145 с.
5. Гарбар, Ж. В. Аналіз сучасного стану ринку державних цінних паперів в Україні / Жанна Володимирівна Гарбар // Економічний аналіз : зб. наук. праць / Тернопільський національний економічний університет; редкол. : В. А. Дерій (голов. ред.) та ін. – Тернопіль : Видавничо-поліграфічний центр Тернопільського національного економічного університету “Економічна думка”, 2014. – Том 18. – № 1. – С. 136-146
6. Sargent T.J., Wallace N. Some Unpleasant Monetarist Arithmetic // Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review. 1981. Fall. P. 1–17
7. Башко В. Ефект витіснення: аналіз причинно-наслідкових зв'язків / В. Башко // Економіка і прогнозування. – 2008. – №4. – С. 82–96
8. Статистика Національного банку України. Фінансові ринки / [Електронний ресурс]. - Режим доступу: [http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=12057280&cat\\_id=44580](http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=12057280&cat_id=44580)
9. Про Державний бюджет України на 2015 рік: Закон України від 28.12.2014 № 80-VIII [Електронний ресурс]. - Режим доступу: [zakon.rada.gov.ua/go/80-19](http://zakon.rada.gov.ua/go/80-19) (Редакція станом на 29.12.2015)
10. Про Державний бюджет України на 2016 рік : Закон України від 25.12.2015 № 928-VIII [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/928-19/page2>
11. Башко В.Й. Державні запозичення шляхом випуску державних цінних паперів /В.Й. Башко [Електронний ресурс]/ Режим доступу: [http://ecofin.org.ua/gov\\_sec/](http://ecofin.org.ua/gov_sec/)

**Ключові слова:** внутрішні запозичення, державний борг, державна заборгованість, бюджетний дефіцит, заощадження населення, інвестиції домогосподарств

**Ключевые слова:** внутренние заимствования, государственный долг, государственная задолженность, бюджетный дефицит, сбережения населения, инвестиции домохозяйств

**Keywords:** domestic borrowing, public debt, publicdebt, budget deficit, savings, investments household