УДК: 336.27

О. О. Линник
Національний університет “Львівська політехніка”

ЗАПОЗИЧЕННЯ ДЕРЖАВНОГО СЕКТОРА В СТРУКТУРІ ЗОВНІШНЬОГО БОРГУ

© Линник О. О., 2014

Розглянуто механізми взаємної залежності запозичень державного і приватного секторів в Україні, проаналізовано доцільність цільового використання зовнішнього фінансування, здійснено емпіричний аналіз взаємного впливу зовнішнього боргу державного, банківського і корпоративного секторів та оцінено інструментальний характеру зниження зовнішньої заборгованості. За результатами дослідження виявлено виразну взаємопідсилювальну залежність між запозиченнями банківського та корпоративного секторів, а наслідком зменшення їх зовнішніх зобов’язань стає збільшення зовнішнього державного боргу.

Ключові слова: зовнішній борг, державний сектор, банки, корпоративний сектор, інвестиції, фіскальна політика.

PUBLIC SECTOR BORROWINGS IN THE STRUCTURE OF EXTERNAL DEBT

© Lynnyk O., 2014

Inthearticlethemainmechanismsoftheinterdependenceofpublicandprivateborrowings in Ukraineareexaminedwiththeappropriatenessofproperuseofexternalfinancingbeing analyzed. The empiricalanalysis of cross-impact of public, banking and corporate external debt was carried out with the policy implications for external debt reduction being considered. According to the results of the research it was conducted that there exists the significant intensifying interdependence of banking and corporate borrowings and it’s reduction of the external debt result in the external public debt rise.

Key words: externaldebt, publicsector, banks, corporate sector, investments, fiscal policy.

Постановка проблеми. В умовах різкого падіння ВВП, інфляційного тиску, воєнного конфлікту та інших кризових явищ, що відбуваються в Україні, ключовим питанням для науковців залишається пошук несуперечливих методів зниження зовнішньої державної заборгованості. У цьому напрямі безумовний практичний інтерес становлять засадничі причини зростання зовнішнього боргу в Україні, а саме трьох його компонент – державного, банківського та корпоративного секторів та їх причинно-наслідковий зв’язок, що є актуальним з погляду кращої оцінки перспектив зниження зовнішньої заборгованості та інструментального значення в цьому процесі заходів щодо обмеження державного боргу.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. Проблемі накопичення зовнішньої заборгованості та її зв’язку із іншими макроекономічними процесами в наукових колах приділено належну увагу. Зокрема, А. Єпіфанов та В. Пластун охарактеризували переваги та недоліки управління державним боргом в Україні [0]. Сучасні підходи до управління ризиками державного боргу розглянуто у працях Т. Богдан [0]. У деяких дослідженнях визнається необхідність зовнішніх запозичень. Так, Е. Балдаччі, С. Гупта і К. Мулас-Гранадос емпірично обґрунтували доцільність застосування політики збільшення урядових видатків на споживчі цілі [0]. Р. Лукас як представник неокласичної теорії визнає корисність залучення зовнішнього фінансування для збільшення обсягів інвестицій [0]. Інвестиційна спрямованість позик визнається також і Д. Даймондом і Р. Раджею [0], Ф. Балассоне, Д. Франко та С. Зоттері [0]. О. Жан показав можливість використання зобов’язань в

іноземній валюті для мінімізації дефолту [0] та ін. Однак недостатньо вивченим залишається питання взаємного впливу державного боргу приватного та державного секторів в Україні.

Цілі статті. Метою статті обрано вивчення зв'язку між зовнішнім боргом державного, банківського і корпоративного секторів. Зовнішній борг Національного банку порівняно незначний, а тому не становить підвищеного дослідницького інтересу. Після стислого огляду механізмів взаємної залежності запозичень державного і приватного секторів ми описали статистичну методологію та отримані результати.

Виклад основного матеріалу. Зі середини минулої декади однією з особливостей акумуляції зовнішнього боргу в Україні стало стрімке збільшення заборгованості банківського сектора (рис. 1). У 2005–2007 рр. обсяги зовнішніх запозичень вітчизняних банків щороку подвоювалися. Така ситуація переважно оцінюється позитивно з міркувань збільшення обсягів споживчого та іпотечного кредитування, стимулювання будівельної і суміжних галузей [8, pp. 42–46][1], однак не менш переконливо, що з початком світової фінансової кризи (осінь 2008 р.) втрата доступу до зарубіжних фінансових ринків та стрімка девальвація гривні створили чималі труднощі для банківської системи. У відповідь довелося надавати фінансову допомогу "проблемним" банкам за рахунок додаткових запозичень державного сектора, переважно за кордоном. Вже на кінець 2011 р. виникли побоювання щодо балансування на межі боргової стійкості, яке за умови зростання державного боргу, що триває, в середньостроковому періоді може спровокувати кризу державної заборгованості [1, с. 11]. З того часу обсяги зовнішнього державного боргу зросли ще більше – з 25,8 до 32 млрд. доларів (станом на вересень 2014 р.).

На відміну від запозичень банківської системи, зовнішній борг корпоративного сектора відновив динамічне зростання від початку 2010 р., що збіглося зі збільшенням державного боргу. Природно припустити, що це відтворює взаємну причинність між обома показниками, яка відрізняється за напрямом від зв'язку між боргом державного і банківського секторів.

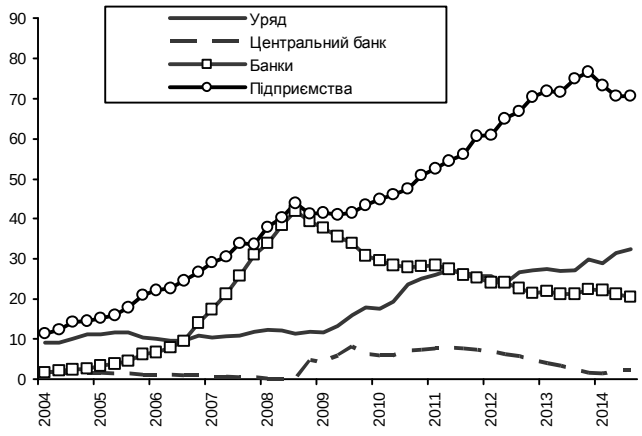


Рис. 1. Україна: структура зовнішнього боргу, 2004–2014 рр.

Джерело: Держкомстат, НБУ

Підстави для взаємної залежності запозичень державного і приватного секторів. Як це передбачає неокласична теорія, приватні зовнішні запозичення доцільні для збільшення обсягів інвестицій [7, pp. 92–96].Оскільки для більшості країни вартість кредитних ресурсів на світових ринках є нижчою, така поведінка стає цілком обґрунтованою. У минулому навіть прихильники збалансованого бюджету визнавали доцільність збільшення державного боргу з метою збільшення інвестицій державного сектора, стабілізаційної політики відповідно до циклу ділової активності або інших причин, як подолання наслідків природних катаклізмів чи ведення військових дій [2, pp. 27–68].

Також запозичення в іноземній валюті можуть бути наслідком недовіри до монетарної політики. О. Жан показав теоретично і навів відповідні емпіричні свідчення, що зобов'язання в

[1] Водночас зауважувалося, що зменшення частки державного боргу до заледве 14 % від сумарного зовнішнього боргу в 2008 р. проти 83 % у 2003 р. було корисним з погляду зниження прямої зовнішньої державної заборгованості, але водночас підвищило ризики управління зовнішнім боргом [8, pp. 42–46].

іноземній валюті можуть використовуватися для мінімізації дефолту, навіть з врахуванням можливості девальвації грошової одиниці [6][2]. Непередбачувана монетарна політика створює невизначеність щодо майбутньої реальної вартості боргових зобов'язань у національній грошовій одиниці, що схиляє до використання іноземної валюти. Дещо парадоксально, але таку поведінку лише підсилюють очікування девальвації, попри зростаючий валютний ризик. Відповідна аргументація стосується переважно приватного боргу, але може поширюватися на запозичення державного сектора. У цьому випадку головним чинником стає небажання інвесторів до придбання урядових боргових зобов'язань у місцевій грошовій одиниці.

Запозичення державного сектора можуть використовуватися для згладжування приватного споживання та/або фінансування тих інвестиційних проектів, що не можуть ефективно реалізовуватися в приватному секторі. Якщо перша з можливостей передбачає радше обернений зв'язок між зовнішніми запозиченнями державного і приватного секторів, то в другому випадку ймовірнішим стає доповнювальний (комплементарний) характер таких запозичень. Обернений зв'язок стає ймовірнішим, якщо збільшення зовнішнього державного боргу стає реакцією на проблеми банківського і корпоративного секторів. Якщо з тих чи інших причин втрачено доступ приватних позичальників до світових фінансових ринків, зовнішній державний борг може використовуватися для підтримання фінансової стабільності банків і промислових компаній. Це не обов'язково має бути пряма фінансова допомога для "проблемних" приватних структур. У загальному випадку йдеться про стимулювання сукупного попиту, яке може бути корисним для підтримання платоспроможності промислових підприємств та домашніх господарств (в обох випадках йдеться про клієнтуру банківських установ).

Не виключено, щонадмірні запозичення приватного сектора стають наслідком прямих і прихованих державних гарантій для приватних позичальників. Це передбачає прямий зв'язок між приватним і державним зовнішнім боргом: початкове збільшення приватного боргу повинно супроводжуватися збільшенням запозичень державного сектора (з часовим лагом), які використовуються для "рятування" приватних банків та підприємств.

На підставі аналізу 118 системних банківських криз у промислових країнах і "виникаючих" ринках в 1980–2008 рр. Е. Балдаччі, С. Гупта і К. Мулас-Гранадос отримали, що для скорочення тривалості кризових явищ може бути корисним збільшення урядових видатків на споживчі цілі [3][3]. При цьому такий варіант стимулювання сукупного попиту має переваги порівняно з двома альтернативними рішеннями: збільшення інвестицій державного сектора чи зменшення податків. Проте необхідною передумовою для такої фіскальної політики, яка передбачає фінансування антициклічного дефіциту бюджету за допомогою збільшення державного боргу, є наявність достатнього "фіскального простору", тобто можливостей збільшення обсягів запозичень державного сектора на самодостатній основі[4]. Якщо цього бракує, потенційні короткочасні переваги акумуляції державного боргу втрачаються (втім, це не заперечує переваг від збільшення державних інвестицій на середньострокову перспективу). Оскільки під час фінансової кризи можливості внутрішнього фінансування дефіциту бюджету можуть бути обмеженими, використання зовнішніх запозичень виглядає доречним рішенням.

Надання фінансової допомоги "проблемним" банкам може відповідати особливостям країн зі слабкими інституційними засадами. Як показали Д. Даймонд і Р. Раджа [4, pp. 37–71], допомога для банківського сектора важлива передусім на випадок фінансування ними довгострокових інвестиційних проектів за допомогою короткочасних запозичень. Якщо економіка потерпає від інституційних проблем, банки можуть мати виняткову перевагу з погляду можливостей пере-

[2] Така версія заперечує поширену гіпотезу щодо "початкового гріха" (*англ.* originalsin) більшості країн, що розвиваються, яка пояснює практику запозичень в іноземній валюті неможливістю позичати у місцевій грошовій одиниці за кордоном або отримувати довгострокові позики, навіть на внутрішньому ринку [5, с. 3].

[3] У середньому досліджувані банківські кризи позначилися збільшенням державного боргу на 39 % від ВВП, а дефіцит бюджету – на 6,9 процентних пункти [3]. При цьому зниження темпу зростання ВВП становило 5 %. Пересічна банківська криза тривала 2,5 року, а у 80 % випадків кризові явища тривали від 1 до 4 років. Такі результати відповідають іншим дослідженням банківських криз.

[4] Розширення "фіскального простору" передбачає збільшення державного боргу до деякого рівноважного рівня (це означає зниження заборгованості державного сектора в періоди циклічного пожвавлення економіки) та поліпшення валютної і часової структури державних запозичень.

творення неліквідних активів у ліквідні, але коштом ризикованішого фінансування за допомогою короткочасних позик. Показано, що заходи потенційного зміцнення банківської системи за допомогою, наприклад, підвищення вищих резервних вимог для короткочасних зовнішніх запозичень, можуть створити проблеми для банківської діяльності та підвищити, як це не парадоксально, вразливість банківської системи до більшості макроекономічних шоків.

Статистична модель. Для емпіричного оцінювання використано квартальні дані за період 2004–2014 рр. (рис. 1), які отримано з відповідних статистичних матеріалів Національного банку України. Як це виявляє тест Дікі–Фуллера, усі три показники мають одиничний корінь I(1), тобто є нестаціонарними у рівнях, але стаціонарними у перших різницях. Така структурна ознака передбачає дослідження щодо наявності стійкого довгострокового зв'язку між компонентами зовнішнього боргу (або їхньої коінтеграції) за допомогою тесту Джохансена. Відповідні результати наведені в табл. 2. Обидва критерії – Trace і MaxEigenvalue – показують наявність двох коінтеграційних рівнянь на рівні статистичної значущості 5 %. Це означає, що між компонентами зовнішнього боргу існує стійкий довгостроковий зв'язок.

Таблиця 1

Тест ADF на стаціонарність

	Показники		
	$DEBTG_t$	$DEBTB_t$	$DEBTC_t$
Рівень	–1.60 (0.77)	–1.36 (0.85)	–0.78 (0.95)
Перші різниці	–5.50 (0.0*)	–1.59 (0.09***)	–6.42 (0.0*)

*Примітка: в дужках подано значення p-критерію Маккіннона; в усіх випадках використано оптимальний лаг на основі критерію Шварца; тут і далі * означає статистичну значущість на рівні 1 %, ** – на рівні 5 %, *** – на рівні 10 %.*

Таблиця 2

Коінтеграційний тест Джохансена для показників зовнішнього державного боргу та зовнішньої заборгованості банківського і корпоративного секторів

		Trace			Max Eigenvalue		
		Значення	Критичнезначення на рівні 5 %	p-value	Значення	Критичнезначення на рівні 5 %	p-value
H_0: $r = r_0$	$r = 0$	48,49*	35,19	0,00	26,16**	22,29	0,01
	$r = 1$	22,32**	20,26	0,02	17,79**	15.02	0,02
	$r = 2$	4,63	9,16	0,33	4,53	9,16	0,33

Оскільки вихідні дані є нестаціонарними і характеризуються взаємною причинністю, для емпіричного оцінювання використано модель векторної авторегресії з коригуванням помилки (*англ.* VectorAutoregression/Error-Correction – VAR/VEC), що передбачає залежність короткочасної динаміки залежної змінної (перші різниці) від лагових значень, відповідних довгострокових зв'язків і незалежних змінних:

$$\Delta y_{i,t} = \Gamma_1 \Delta y_{i,t-1} + ... + \Gamma_k \Delta y_{i,t-k+1} + \Pi \tilde{y}_{i,t-1} + \Psi X_t + e_t, \quad (1)$$

де Δy_t – перші різниці залежної змінної; $\tilde{y}_t$ – довгострокове значення (у рівнях); X_t – вектор незалежних змінних; e_t – стохастичний чинник.

Для цілей цього дослідження всі залежні змінні логарифмовано. Як незалежні змінні використано показник реального обмінного курсу (РОК) та фіктивну змінну *CRISIS*, що враховує вплив кризових явищ за досліджуваний період часу (2004Q3:Q4, 2008Q3: 2009Q4, 2014Q1:Q2 – 1, а в решті випадків 0). Можна очікувати, що кризові явища обмежують можливості для приватних запозичень на зовнішніх ринках, тоді як запозичення державного сектора можуть зростати (у межах стабілізаційної політики). Залежності для РОК виглядають складніше. З одного боку, поліпшення цінових співвідношень може бути корисним для підприємств експортного сектора та пов'язаних з

ним банків, а з іншого, це підвищує вартість зовнішніх зобов'язань для домашніх господарств та урядового сектора, які не мають можливостей отримання доходу в іноземній валюті.

Для ідентифікації взаємної залежності ендогенних змінних використано таку послідовність шоків для поточного періоду: $DEBTB_t \Rightarrow DEBTC_t \Rightarrow DEBTG_t$. Приймається, що зовнішні запозичення вітчизняних банків не залежать від двох інших секторів. Водночас зовнішній борг банківського сектора визначає обсяги запозичень корпоративного сектора. Це може пояснюватися тим, що більшості вітчизняних підприємств легше отримати валютну позику в українському банку, ніж самостійно отримати валютні кредити чи організувати розміщення власних цінних паперів за кордоном. Акумуляція державного боргу стає наслідком приватних запозичень, що може віддзеркалювати різноманітні механізми такого впливу, як це зрозуміло з наведених вище пояснень.

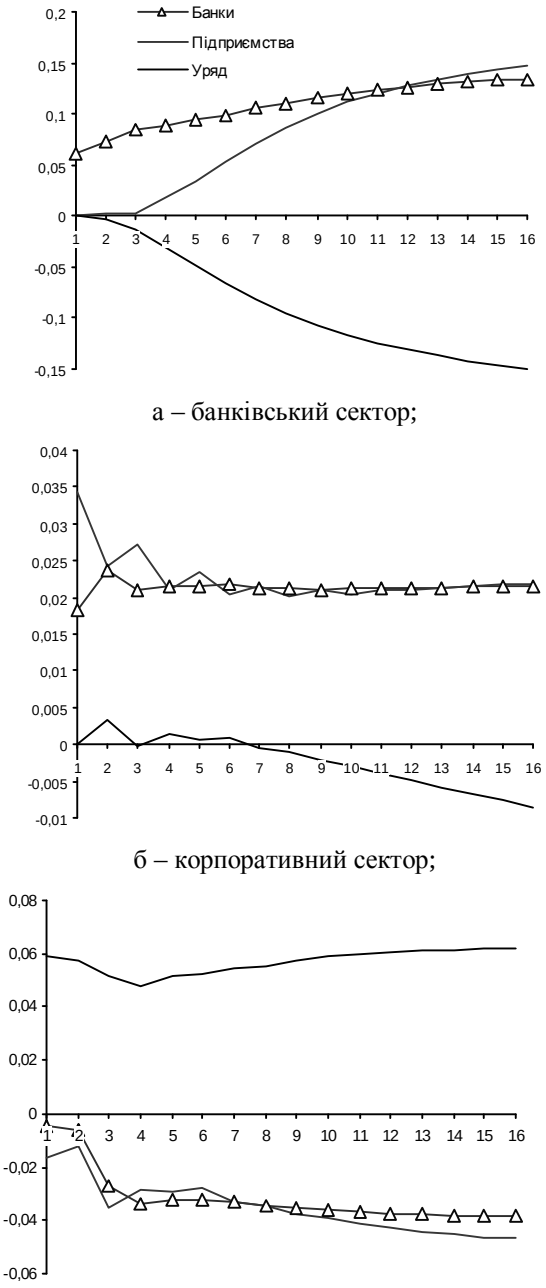
Отримані результати. Оцінені довгострокові коінтеграційні вектори виявилися такими:

$$DEBTB_t = \underset{(14,14)}{51,331} - \underset{(1,41)}{3,797} DEBTG_{t-1}, \quad (2)$$

$$DEBTC_t = \underset{(5,48)}{18,761} - \underset{(0,54)}{0,650} DEBTG_{t-1}. \quad (3)$$

В обох випадках збільшення зовнішнього боргу державного сектора позначається зменшенням запозичень банківського і корпоративного секторів, відповідно, і навпаки – реакцією на зменшення приватних запозичень стає збільшення зовнішнього державного боргу, але лише у першому випадку функціональна залежність простежується на статистично значущому рівні. Загалом можна стверджувати, що збільшення урядових запозичень слугує замінником зовнішніх запозичень вітчизняних банків. Такий результат підтверджується відповідною імпульсною функцією (рис. 2) та декомпозицією залишків (табл. 3).

Для зовнішніх запозичень банківського сектора наслідки збільшення зовнішнього державного боргу практично не помітні упродовж перших чотирьох кварталів, але надалі вплив стає порівняльним з протилежним за спрямованістю ефектом від власних запозичень та акумуляції боргу в корпоративному секторі. Можна припустити, що за умов успішної економічної кон'юнктури збільшення зовнішнього боргу корпоративних структур, яке зумовлено оптимістичними очікуваннями та підвищенням довіри до українських компаній, зумовлює комплементарні дії з боку комерційних банків, які доволі часто пов'язані афілійованою структурою власності. Зменшення зовнішніх запозичень банківського сектора при збільшенні державного боргу може означати, що частина банківських запозичень використовується для придбання урядових облігацій на внутрішньому ринку. Частка корпоративного і державного секторів у змінах зовнішнього боргу банківського сектора поступово зростає до 29 і 32 % відповідно, що доволі багато.



а – банківський сектор;

б – корпоративний сектор;

в – державний сектор;

Рис. 2. Взаємний вплив окремих компонент зовнішнього боргу

Залежність між запозиченнями банківського і корпоративних секторів є взаємною: не лише вищий корпоративний борг заохочує зовнішні запозичення вітчизняних банків, але й навпаки – зовнішній борг банківської системи підсилює боргову експансію корпоративного сектора на зовнішніх фінансових ринках. При цьому характер залежності від державного боргу є подібним (посилення з часом оберненого зв'язку), але відчутно слабкішим. Таке враження підсилюється декомпозицією залишків, яка не виявляє жодної залежності зовнішнього боргу банківського сектора від зовнішніх державних запозичень. Водночас висока залежність від банківського боргу поступово зростає з 35 до 46 %, слугує додатковим свідченням міцного взаємного зв'язку між обома показниками.

Таблиця 3

Декомпозиція залишків VAR/VEC-моделі

Імпульс	Відгук на зміни	Горизонт прогнозу				
		3	6	9	12	16
Зовнішнійборг банківського сектора(*DEBTB*)	***DEBTB***	99	78	56	45	38
	DEBTC	0	8	19	25	29
	DEBTG	1	14	25	29	32
Зовнішній борг корпоративного сектора (*DEBTC*)	***DEBTB***	35	41	44	45	46
	DEBTC	65	59	56	54	53
	DEBTG	0	0	0	1	1
Зовнішній борг державного сектора (*DEBTG*)	***DEBTB***	6	16	18	19	19
	DEBTC	14	16	19	21	23
	DEBTG	80	68	63	60	58

Зовнішній державний борг зменшується у практично такий самий спосіб після збільшення зовнішніх запозичень двох секторів – банківського і корпоративного. Це може означати, що безперешкодний доступ вітчизняних банків та підприємств до зовнішніх фінансових ринків обмежує потребу в запозиченнях державного сектора. Немає підстав для припущення, що зовнішні приватні запозичення мають державні гарантії, адже в такому разі залежність має бути протилежною. Все виглядає на те, що збільшення зовнішніх державних запозичень у 2010–2013 рр. стало реакцією (принаймні частково) на втрату доступу приватних позичальників до зовнішніх фінансових ринків. Фіктивна змінна *CRISIS* справді виявляє зменшення запозичень банківського сектора під час кризових явищ в економіці України, однак впливу на запозичення корпоративного і державного секторів не виявлено. Також існують слабкі свідчення, що зниження РОК обмежує зовнішню заборгованість корпоративного сектора і банків (меншою мірою), тоді як протилежне спостерігається для зовнішнього боргу державного сектора. У принципі так і повинно бути.

Вага обох секторів – банківського і корпоративного – у змінах зовнішніх державних запозичень практично не відрізняється, поступово зростаючи до 19 і 23 %, відповідно. У такий спосіб на довгострокову перспективу обидва чинники визначають близько понад 40 % динаміки зовнішнього державного боргу, що доволі відчутно, але короткочасні залежності не передбачають вагомого впливу приватного боргу. Це може означати, що більший вплив мають інші міркування, наприклад, збільшення державних інвестицій чи соціальних виплат.

Оцінюючи різноманітні варіанти зменшення сукупного зовнішнього боргу, найкраще виглядає послідовність на основі початкового зменшення зовнішньої заборгованості банківського сектора. Це відразу ж обмежить запозичення корпоративного сектора, адже вага банківського боргу на рівні 35 % є високою з лагом у квартал, а надалі поступово зростає до 46 %. Якщо починати зі зменшення корпоративного боргу, на результуюче зменшення банківського боргу доведеться зачекати, адже відповідний вплив є слабкішим і виявляється доволі повільно, як це засвідчує відповідна імпульсна функція (вага корпоративного боргу в декомпозиції залишків зростає з 8 до 28 %). В обох випадках своєрідним "побічним ефектом" стає збільшення зовнішнього боргу державного сектора, що вимагає відповідної реакції. Якщо зосередитися лише на зменшенні зовнішнього державного боргу, це супроводжуватиметься збільшенням зовнішнього боргу банківського сектора, а через це – корпоративного зовнішнього боргу.

Висновки. Отримані емпіричні результати показують, що наслідком зменшення зовнішніх запозичень у банківському і корпоративному секторах стає збільшення зовнішнього державного боргу (частка банківського і корпоративного боргу поступово зростає до відповідно 19 і 23 %). Такий причинно-наслідковий зв'язок виглядає переконливіше для запозичень вітчизняних банків і реалізовується на довгострокову перспективу. Зовнішні державні запозичення не мають стосунку до запозичень корпоративного сектора, але такий вплив здійснюється на банківський сектор (це може означати заангажованість вітчизняних банків у фінансування дефіциту бюджету за допомогою залучення кредитних ресурсів за кордоном). Простежується виразна взаємопідсилювальна залежність між запозиченнями банківського і корпоративних секторів (декомпозиція залишків виявляє, що банківський борг майже на третину залежить від корпоративних запозичень за кордоном, а корпоративний від банківського – майже наполовину).

Для зменшення обсягів сукупного зовнішнього боргу необхідно починати з банківського сектора, що відразу ж відчутно обмежить запозичення корпоративного сектора. При зменшенні банківського боргу кореспондуюче зменшення корпоративного боргу очікується менш відчутним. В обох випадках не уникнути супутнього збільшення зовнішнього державного боргу. Якщо починати зі зменшення державного боргу, певні труднощі становитиме супутнє збільшення зовнішньої заборгованості банківського і корпоративного секторів.

1. Богдан Т. Сучасні підходи до управління ризиками державного боргу// Вісник НБУ / Т. Богдан. – 2011. – № 11. – С. 10-17. 2. Balassone F., Franco D., Zotteri S. Public Debt: A Survey of Policy Issues // Public Debt / Papers presented at the Bancad'Italia workshop held inPerugia, 1-3 April, 2004. – Roma: Bancad'Italia, Roma, 2004. – P. 27-68. 3. Baldacci E., Gupta S., Mulas-Granados C. How Effective is Fiscal Policy Response in Systemic Banking Crises? // IMF Working Paper No. WP/09/160. – Washington: International Monetary Fund, 2009. – 38 p. 4. Diamond D., Rajah R. Banks, short-term debt and financial crises: theory, policy implications and applications // Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy / D.Diamond, R.Rajah. – 2001. – Vol. 54. – P. 37-71. 5. Eichengreen B., Hausmann R. Exchange Rates And Financial Fragility. NBER Working Paper No. 7418. – Washington: NBER, 1999. – 54 p. 6. Jeanne O. Why do emerging market economies borrow in foreign currency? // IMF Working Paper No. WP/03/177. – Washington: International Monetary Fund, 2003. – 37 p. 7. Lucas R. Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? // American Economic Review, Papers and Proceedings / R.Lucas. – 1990. – Vol. 80. – No. 5. – P. 92–96. 8. Yepifanov A., Plastun V. Specifics of national debt management and its consequences for the Ukrainian economy // Banks and Bank Systems /A.Yepifanov, V.Plastun. – 2010. – Vol. 5. – Issue 4. – P. 42-46.