



**Ринок фінансово-банківських послуг**

Тетяна БОГДАН

**БОРГОВІ ПОТОКИ КАПІТАЛУ  
ТА ПОШИРЕННЯ ШОКІВ В ЕКОНОМІЦІ  
З РИНКОМ, ЩО ФОРМУЄТЬСЯ  
(ПРИКЛАД УКРАЇНИ)**

**Резюме**

Досліджено фінансові канали передачі шоків та поширення криз в економіці з ринком, що формується, і висвітлено роль боргових потоків капіталу. При аналізі детермінант потоків капіталу виокремлено внесок глобальних факторів «виштовхування» та специфічних для країни факторів «притягання» з оцінюванням їхньої значущості на прикладі України. Наголошено, що фактори «виштовхування» відіграють головну роль у русі потоків капіталу доти, поки бізнес-цикл в економіці з ринком, який формується, синхронізується з глобальним бізнес-циклом. Вказано, що, зазнаючи локальної чи регіональної кризи, економіка з ринком, який формується, відмежовується від світових подій, а внутрішні фактори «притягання» набувають домінуючої ролі. Розглянуто макроекономічні наслідки припливу боргового капіталу і зовнішнього боргу для економік з ринками, що формуються, та наведено емпіричні оцінки їх впливу на економічне зростання в нашій державі.

---

© Тетяна Богдан, 2020.

Богдан Тетяна, докт. екон. наук, завідувачка відділу державних фінансів ГО «Growford Institute», м. Київ, Україна. ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-6133-5336>. [tetiana.bogdan@gmail.com](mailto:tetiana.bogdan@gmail.com).

### Ключові слова

Ринки, що формуються, передача шоків, потоки капіталу, фактори «виштовхування» та «притягання», криза в Україні, зовнішня стійкість.

Класифікація за JEL: F34, F62, F37.

### Вступ

Багато економік з ринками, що формуються, загалом та економіка України зокрема, дуже чутливі до впливу глобальних факторів. Глобальні потрясіння передаються такій економіці переважно за каналами зовнішньої торгівлі й потоків міжнародних капіталів. Практичний досвід і емпіричні дослідження свідчать про те, що зниження глобального сприйняття ризиків на ринках капіталу та падіння світових цін на сировинні товари є основними механізмами передачі зовнішніх шоків до економік з ринками, які формуються.

У разі України ці фактори були основними рушіями проникнення світових тенденцій у національну економіку ще до 2014 р. Однак відтоді наша держава зазнала глибокого економічного спаду і фінансових потрясінь внаслідок російської військової агресії. Крім цього, фіскальний, зовнішній та фінансовий сектори України характеризувалися високим ступенем вразливості, що посилювало наслідки таких шоків. За цих умов починаючи з 2014 р. специфічні внутрішньокраїнні фактори впливу почали відігравати головну роль у русі чистих потоків капіталу, а вплив глобальних факторів «виштовхування» капіталу став малозначущим.

Мета статті – дослідити основні канали і механізми поширення фінансових потрясінь у зовнішньому, фіскальному, фінансовому та реальному секторах економіки з ринком, що формується; вивчити роль факторів, пов'язаних з боргом, у зростанні ступеня зовнішньої вразливості й підвищенні ризиків зовнішньої кризи; розкрити значення і внесок глобальних факторів «виштовхування» та специфічних для країни факторів «притягання» в русі потоків капіталу для економіки з ринком, що формується; оцінити макроекономічні наслідки боргових потоків капіталу в Україні. Для досягнення визна-

чених цілей використовуються аналітичні, історичні й економетричні методи дослідження.

У цьому дослідженні розкрито та оцінено внесок глобальних факторів і специфічних для країни внутрішніх факторів припливу іноземного капіталу в економіку з ринком, що формується, за умов синхронізації її бізнес-циклу з глобальним циклом. Запропоноване дослідження має за мету допомогти національним урядам визначити адекватні заходи реагування економічної політики на глобальні та внутрішні виклики, що покращить стійкість економіки з ринком, який формується, до впливу несприятливих факторів.

Це дослідження поділяється на чотири частини, які висвітлюють різні аспекти передачі шоків і наслідки, пов'язані зі зростанням боргу та потоками капіталів. По-перше, визначено основні тенденції модифікації світового фінансового середовища і його рушійні сили. По-друге, розкрито головні сфери та механізми передачі шоків і поширення криз в економіці з ринком, що формується, та висвітлено роль потоків капіталу у створенні боргу. По-третє, проаналізовано глобальні й національні фактори припливу іноземного капіталу в Україну з особливим акцентом на випадках синхронізації та відокремлення бізнес-циклу. Їх кількісний вплив оцінено з використанням економетричних методів. По-четверте, з огляду на проблеми економічного зростання і макрофінансової стабільності, пов'язані з борговими потоками капіталу, в статті досліджено макроекономічні наслідки зовнішніх запозичень в Україні. У завершальній частині дослідження подано рекомендації щодо ведення національної економічної політики.

## **I. Тенденції міжнародних потоків капіталу та динаміки світової заборгованості**

Протягом останніх років нетрадиційна грошово-кредитна політика в декількох розвинених країнах була головним визначальним фактором припливу боргового капіталу в економіки з ринками, що формуються. Інститут міжнародних фінансів оцінює приплив іноземного капіталу на ринки, які формуються, в 2019 р. у сумі приблизно 1,26 трлн. дол. США, що означає його зростання на 10,5% порівняно з 2018 р. Останнім часом грошово-кредитна політика «кількісного пом'якшення» у країнах G-3 загалом сприяла припливу капіталу на ринки, що формуються, які пропонували більш високу дохідність інвесторам.

У 2018 р. найбільшими одержувачами іноземного капіталу серед ринків, що формуються, стали: Індія (60,7 млрд. дол.), Аргентина (38,7 млрд. дол.), Індонезія (23,8 млрд. дол.), Мексика (23,1 млрд. дол.), Туреччина (17,4 млрд. дол.) та Бразилія (17 млрд. дол.). Відповідно, приплив іноземного капіталу на рин-

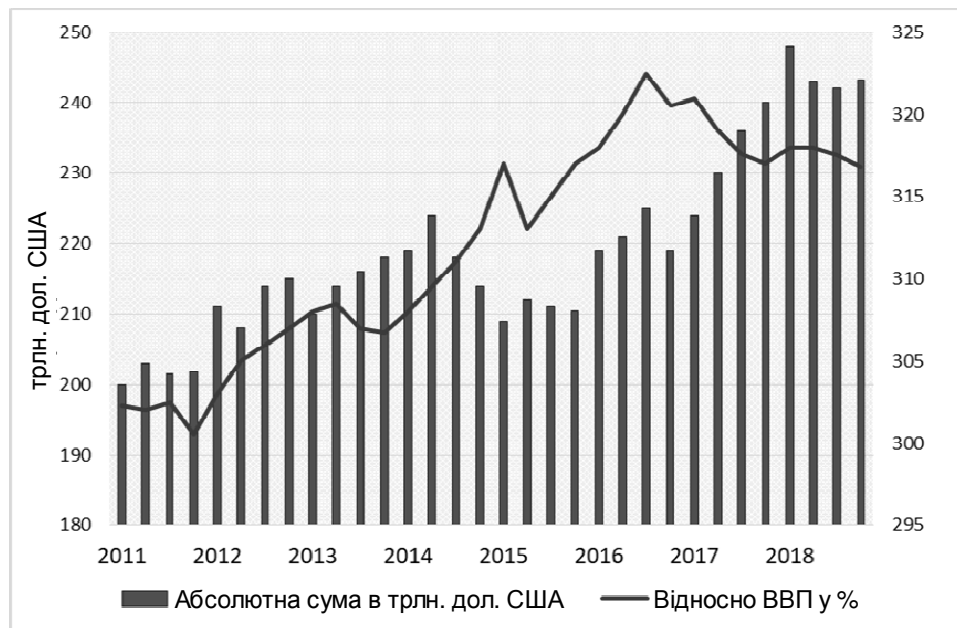
ки, що формуються, прискорився, дохідність суверенних позик знизилася, а їх національні валюти почали ревальвувати відносно долара США.

Зараз глобальна заборгованість перебуває на найвищих історичних рівнях, пік якої у 2018 р. сягнув 243 трлн. дол., що еквівалентно 317% світового ВВП (рис. 1). Сьогодні у світі рівень глобального боргу на 85% ВВП перевищує показник 2009 р. Деякі експерти стверджують, що у багатьох країнах майбутні перспективи погіршують високі державні й приватні борги, які можуть загальмувати економічне зростання (Andersen, 2018).

За даними Інституту міжнародних фінансів, на кінець 2018 р. борг розвинутих країн становив 72,5% від загального світового боргу, а борг країн, що розвиваються, – 27,5%. У відношенні до ВВП борг розвинутих країн наблизився до 380% проти 212% у країнах, що розвиваються. Слід зазначити, що при виключенні Китаю з останньої вибірки коефіцієнт боргу зменшується до 100% ВВП.

Рисунок 1

Світовий борг в абсолютному та відносному вимірах протягом 2011–2018 рр.



Джерело: Institute for International Finance.

Протягом останніх років глобальний борг продовжував зростати, і до суми світової заборгованості в 2017 р. було додано 21 трлн. дол., а в 2018 р. – 3 трлн. дол. Повільний темп накопичення боргу в 2018 р. пояснювався обмеженням державних та приватних боргів в ЄС і Китаї. Протягом 2018 р. коефіцієнт глобальної заборгованості залишався стабільним та наближався до 317% ВВП.

За даними Інституту міжнародних фінансів, на кінець 2018 р. глобальний борг мав такий склад: нефінансовий сектор заборгував 72 трлн. дол., сектор державного управління – 65,3 трлн. дол., фінансовий сектор – 59,8 трлн. дол., сектор домогосподарств – 46,2 трлн. дол.

Державний борг зіграв важливу роль у сплеску світового боргу. За даними МВФ, державний борг у розвинутих країнах еквівалентний 103,6% ВВП і перебуває на рівні, який не мав аналогів після Другої світової війни. У країнах, що розвиваються, та із середнім рівнем доходу заборгованість становить 50,8% ВВП і досягає рівня, який не спостерігався з часів боргової кризи 1980-х рр.

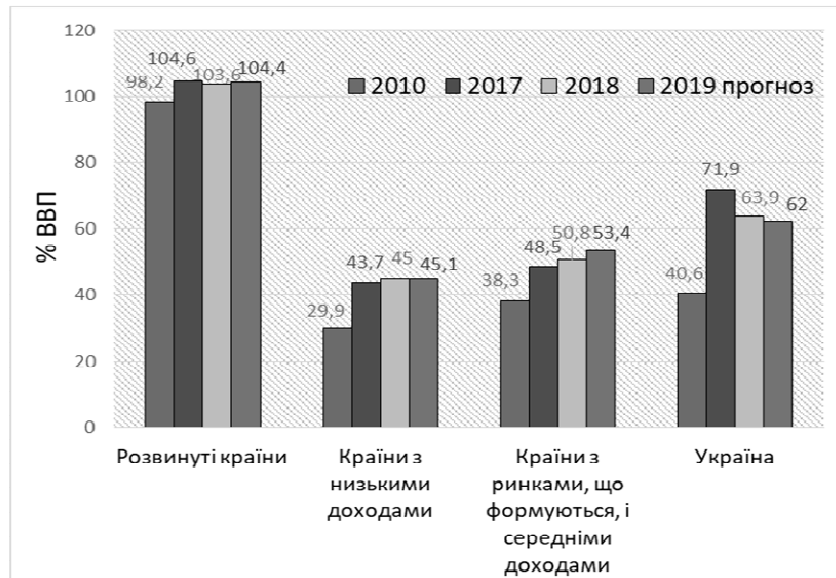
У розвинених країнах коефіцієнт державного боргу знижувався протягом 2017–2018 рр. Державний борг цієї групи країн досяг піку в 106,7% ВВП у 2012 р. та 2016 р. Пізніше він зменшився і дорівнював 103,6% ВВП у 2018 р. (рис. 2). Поліпшення коефіцієнта боргу пояснювалося зростанням первинних бюджетних профіцитів в єврозоні та зниженням номінальних процентних ставок у розвинутих країнах.

Державний борг країн з ринками, що формуються, і країн, що розвиваються, збільшився з 46,8% ВВП у 2016 р. до 50,8% у 2018 р. МВФ прогнозує подальше зростання цього коефіцієнта в наступні роки. Хоча загальна заборгованість країн з ринками, що формуються, та країн, що розвиваються, є невисокою, на сьогодні 20% від загальної кількості цих країн мають рівень державного боргу понад 70%.

Значна частка загальної заборгованості країн з низьким і середнім рівнями доходу як групи припадає на зовнішній борг, що свідчить про їх високу залежність від боргових потоків капіталу. За даними Світового банку, загальний зовнішній борг цієї групи країн становив 7,1 трлн. дол. у 2017 р. Протягом останніх десятиліть процес нарощування зовнішнього боргу набув чітко вираженого характеру. В 2017 р. абсолютна сума зовнішнього боргу країн з низьким та середнім рівнями доходу була в 1,8 разу більшою, ніж у 2010 р.

Відношення зовнішнього боргу до валового національного доходу (ВНД) було сталим протягом 2014–2017 р. і становило в середньому 25–26%. Незважаючи на в середньому помірне співвідношення, одна чверть країн з низьким та середнім рівнями доходу мала відношення зовнішнього боргу до ВНД на рівні понад 60%, включаючи десять країн із відношенням вище від 100%. Коефіцієнт зовнішнього боргу до експорту в 2016 р. знизився до 100% і незначно збільшився в 2017 р. Ці коефіцієнти підтверджують зменшення тягаря зовнішнього боргу порівняно з 1990-ми рр. або 2000-ми рр., хоча починаючи з 2010 р. домінуючою стала тенденція до зростання.

Рисунок 2

**Валовий борг сектору загального державного управління в різних групах країн і в Україні у період 2010–2019 рр.**

Джерело: складено автором на основі «Fiscal Monitor» МВФ.

У країнах з ринками, що формуються, загальний коефіцієнт заборгованості зменшувався протягом десятиліття після серії криз у кінці 1990-х рр. На сьогодні ризики зараження й системної боргової кризи у цих країнах є невисокими і не в останню чергу через те, що якість макроекономічної політики загалом покращилася, а обсяги валютних резервів зросли, що дає змогу урядам краще протидіяти зовнішнім шокам. Однак деякі країни з нестабільною фіскальною політикою та суттєвими зовнішніми дисбалансами продовжують залишатись під загрозою. Високий корпоративний борг, виражений в іноземній валюті, також підвищує ризики валютної й боргової криз.

## II. Основні канали та механізми передачі шоків і роль боргових потоків капіталу

Через інтегрований характер міжнародної економіки будь-яка країна пов'язана з іншими країнами і світовими ринками за допомогою безлічі фінансових зв'язків та зв'язків реальної економіки. Міжнародна торгівля і фінансові зв'язки – це найважливіші канали поширення шоків для багатьох країн. Залучення зовнішніх позик та портфельних інвестицій суб'єктами з ринків, що формуються, і значний обсяг накопичених зовнішніх боргових зобов'язань є фінансовим каналом для проникнення транскордонних ефектів зараження та криз.

На ринках, що формуються, іноземний капітал може сприяти поглибленню фінансової системи й диверсифікації ризиків. У макроекономічній площині потенційно важлива перевага надходження іноземного капіталу – це послаблення кредитних обмежень, збільшення інвестиційних ресурсів і, відповідно, сприяння економічному зростанню. Так, Іган, Кутан та Мірзай (Igan, Kutan and Mirzaei, 2016) стверджують, що іноземний капітал приносить знання та дисципліну приймаючим країнам; крім цього, доступ до іноземного фінансування може підвищити ефективність і продуктивність розподілу капіталу, а отже – активізувати економічне зростання. Зокрема, Грусс, Набар та Поплавський-Рібейро (Gruss, Nabar and Poplawski-Ribeiro, 2018) встановили, що збільшення відношення потоків капіталу до ВВП на 1 п. п. сприяє підвищенню середньострокових темпів економічного зростання на 0,2 п. п. Більш того, ці вчені обґрунтовують, що у період 1995–2014 рр. зовнішні фінансові умови пояснюють близько третини коливань приросту середньодушових доходів населення у вищеписаних економіках.

Однак низка фінансових криз у 1990-х рр., а потім остання глобальна криза показали, що великі сплески потоків капіталу несуть макроекономічну й фінансову нестабільність. У макроекономічному контексті масштабні припливи капіталу спричиняють перегрів економіки, інфляційний тиск, підвищення обмінного курсу, кредитний бум і бульбашки цін на активи. Основні занепокоєння щодо фінансової вразливості пов'язані з непокритими позиціями в іноземній валюті, внутрішніми кредитними бумами та бумами цін на активи. У несприятливі періоди приплив іноземного капіталу, як правило, раптово і синхронізовано змінює напрямок руху, призводячи до різкого знецінення валюти та провокуючи фінансові кризи.

У багатьох випадках значне надходження іноземного капіталу збільшує ймовірність раптової зупинки, що відображається на економічних показниках країни. Економіки з ринками, що формуються, які значною мірою покладаються на іноземний капітал, як правило, формують зони вразливості на своїх платіжних, суверенних і корпоративних балансах та наражаються на вплив

зовнішніх потрясінь. При цьому якщо бракує надійних макроекономічних основ і відповідної системи управління ризиками, то такі зони вразливості стають епіцентрами поширення кризових явищ у разі раптової зупинки капіталу.

Основні види зовнішніх шоків та ефектів зараження, які можуть бути передані економіці з ринком, що формується, охоплюють:

- а) економічний спад у торговельних партнерів;
- б) зниження світових цін на товари, що експортуються;
- в) девальвації національних валют у торговельних партнерів;
- г) скорочення глобальної ліквідності;
- д) падіння «апетиту до ризиків» міжнародних інвесторів (зростання індексу волатильності VIX) і, відповідно, збільшення фінансових спредів для ринків, що формуються.

Внутрішні шоки здебільшого пов'язані з такими подіями:

- а) політичні потрясіння та громадянські конфлікти;
- б) банкрутство великого банку і реалізація системного ризику;
- в) криза довіри на внутрішньому ринку до державних боргових зобов'язань, пов'язана з відсутністю фіскальних реформ;
- г) екологічна катастрофа й руйнування необхідної інфраструктури та ін.

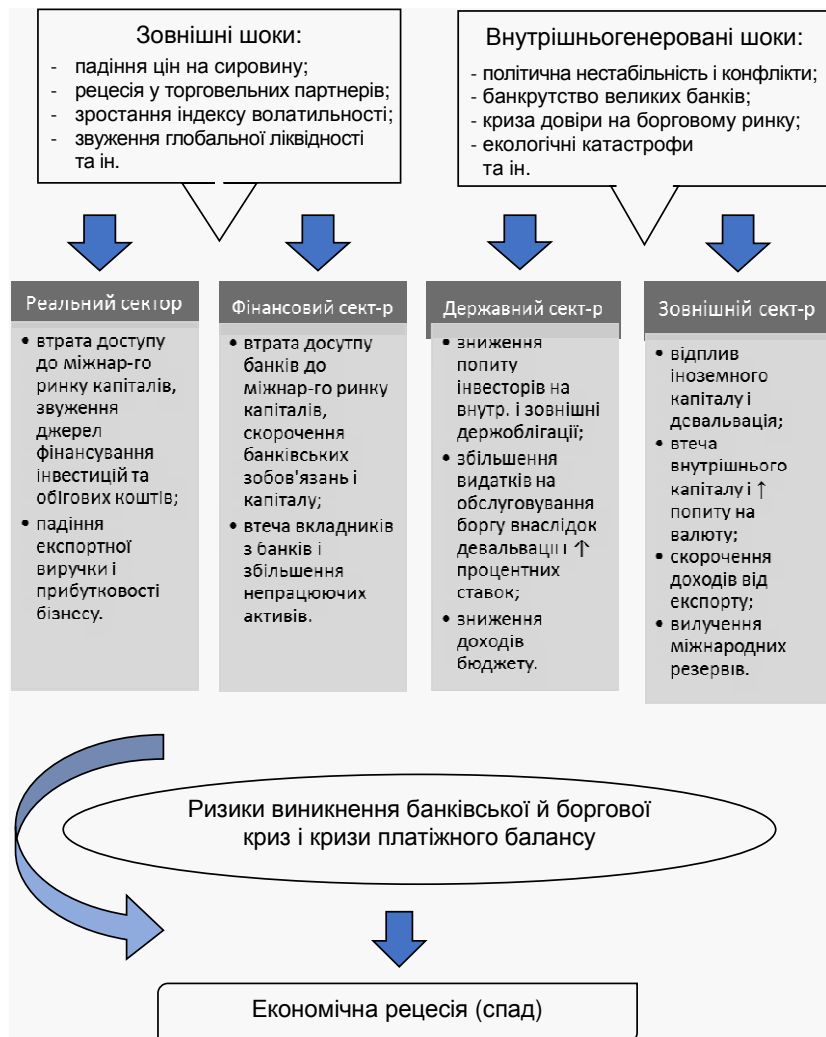
У 2008–2009 рр. Україна була охоплена виявами світової кризи, яка суттєво вплинула на національну економіку. Це пояснювалося відкритістю нашої держави до міжнародної торгівлі й потоків капіталу, а також накопиченням високих ризиків у різних сферах до початку кризи. У 2014–2015 рр. Україна стала епіцентром геополітичної кризи і зазнала потрясінь, спричинених внутрішніми дисбалансами, що у сукупності дало поштовх до повномасштабної економічної та фінансової криз. Революція гідності у м. Києві, анексія Криму Росією і збройний конфлікт на Донбасі призвели до погіршення економічної ситуації, втрати довіри на ринках та несприйняття ризиків ринковими суб'єктами. Реальний сектор України постраждав від руйнування виробничих потужностей на сході, закриття російського ринку для товарів національного експорту і втрати довіри інвесторів унаслідок збройного конфлікту.

Протягом 2014–2015 рр. наша держава зіткнулася з масштабним впливом іноземного капіталу. Однак, на відміну від попередніх випадків зворотного руху капіталів, останній не був спричинений глобальними фінансовими потрясіннями, які поширилися на національну економіку.



Рисунок 3

**Сфери та механізми поширення шоків в умовах економіки з ринком, що формується**



Джерело: авторська розробка.

Таким чином, Україна зазнала потрібної фінансової кризи (валютна, боргова та банківська кризи), яка виникла одночасно з глибоким економічним спадом. Тим часом з'явилися взаємні двосторонні зв'язки між різними секторами економіки: фінансова криза поглибила економічну рецесію, оскільки зниження ВВП і експорту посилювало глибину та масштаби фінансової кризи. Різне скорочення ВВП і експорту в нашій державі було посилено торговельною війною, розпочатою Росією, та фізичними руйнуваннями інфраструктури й виробничих потужностей у Луганській і Донецькій областях (у них було зосереджено значну частину вітчизняної важкої промисловості).

Механізми виникнення потрібної фінансової кризи та канали передачі кризи в Україні у 2014–2015 рр. відображено на рис. 4. Потоки боргового капіталу відіграли важливу роль у поширенні шоків і дифузії кризових явищ. У нашій країні відбулося поєднання валютної, банківської та боргової криз, які частково були пов'язані з реалізацією ризику рефінансування боргу і значним зростанням тягаря обслуговування боргу після глибокої девальвації валютного курсу. Суверенні та корпоративні позичальники були відрізані від міжнародного ринку капіталу, що спричинило валютні й банківські кризи і вплинуло на масштаби спаду в реальному секторі.

Криза зовнішнього боргу в Україні виявилася у двох вимірах, а саме: як криза суверенного боргу та як криза корпоративного боргу. В листопаді 2015 р. уряд нашої держави уклав договір про реструктуризацію державного боргу з приватними інвесторами в облігації зовнішньої позики. В межах укладеної угоди уряд емітував ВВП-варанти, які вступають у дію в 2021–2040 рр., тобто у ті періоди, коли реальні темпи зростання ВВП в Україні перевищуватимуть 3%.

На відміну від кризи 2008–2009 рр., остання криза в нашій державі не була спричинена впливом економічних чи фінансових факторів, які мали глобальний характер. Україна в 2014–2015 рр. була відокремлена від впливу глобальних економічних і фінансових факторів.

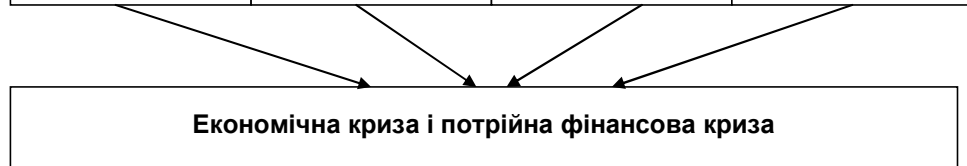
Загалом, беручи до уваги теоретичні передбачення та фактичний досвід нашої держави за останнє десятиліття, ми могли би визначити основні сфери і механізми поширення шоків в економіці з ринком, що формується. Зовнішні й внутрішні шоки генерують такі основні ефекти в межах національної економіки та фінансової системи:

- на боці платіжного балансу зменшується приплив іноземного капіталу, тоді як збільшується виплата процентів за зовнішнім боргом (фіксується за операціями поточного рахунка), а міжнародні резерви скорочуються;
- при погіршенні сприйняття ризиків інвесторами й зростанні невизначеності на міжнародному ринку капіталів приплив іноземного капіталу зменшується, що знову ж таки впливає на платіжний баланс та фінансове становище банків;

Рисунок 4

**Канали трансмісії шоків і боргові фактори множинної кризи в Україні у 2014–2015 рр.**

Реальний сектор (економічна рецесія)	Фінансовий сектор (банківська криза)	Державний сектор (боргова криза)	Зовнішній сектор (криза платіжного балансу)
<ul style="list-style-type: none"> <li>* руйнування виробничих потужностей та інфраструктури Донбасу;</li> <li>* блокування доступу національних виробників до ринку збуту країни-агресора;</li> <li>* падіння інвестицій, спричинене економічною нестабільністю і фінансовою дестабілізацією;</li> <li>* скорочення попиту внаслідок фіскальної консолідації, колапсу кредитного ринку та зниження реальних доходів;</li> <li>* втрата доступу підприємств до міжнародного ринку капіталів при суттєвому зростанні тягаря зовнішнього боргу</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>* вилучення депозитів з банків;</li> <li>* «втеча» від гривні та звуження попиту на гроші;</li> <li>* різке зростання «поганих» позик у банківських портфелях внаслідок рецесії й девальвації;</li> <li>* непрацюючий міжбанківський ринок, зростання кількості неплатоспроможних банків;</li> <li>* збільшення тягаря зобов'язань в іноземній валюті для банків;</li> <li>* втрата доступу банків до міжнародного ринку капіталів при суттєвому зростанні тягаря обслуговування боргу</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>* висока вартість і низький попит на внутрішні облигації уряду;</li> <li>* зростання витрат на обслуговування боргу внаслідок різкої девальвації гривні та підвищення процентних ставок;</li> <li>* збільшення державних видатків на оборону;</li> <li>* ерозія доходів бюджету;</li> <li>* втрата доступу уряду до міжнародного ринку капіталів при суттєвому зростанні тягаря обслуговування боргу</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>* паніка на валютному ринку і розкручування девальваційно-інфляційної спіралі;</li> <li>* втеча внутрішнього капіталу, що підсиливалася фінансовою нестабільністю та економічною рецесією;</li> <li>* вилучення міжнародних резервів, девальвація і відплив капіталу;</li> <li>* падіння доходів від експорту внаслідок зміни географічної спрямованості експорту та зниження цін на сировину;</li> <li>* відплив іноземного капіталу внаслідок збройного конфлікту й рецесії</li> </ul>



Джерело: створено автором.

- на валютному ринку пропозиція валюти скорочується, і центральний банк звичайно вдається до валютних інтервенцій для того, щоб заспокоїти ринок та зменшити амплітуду коливань валютного курсу;
- у сфері боргової стійкості підвищення процентних ставок визначає посилення тиску обслуговування зовнішнього боргу для національних позичальників, робить рефінансування накопиченої заборгованості проблематичним і збільшує ймовірність виникнення боргових ускладнень;
- у сфері державних фінансів видатки бюджету на обслуговування боргу зменшуються та доходи бюджету знижуються, тоді як шанси на фінансування дефіциту бюджету іноземними приватними кредиторами погіршуються, а ринковий попит на внутрішні державні облігації падає;
- у реальному секторі економіки підвищення ступеня невизначеності призводить до скорочення фінансових джерел для підтримки оборотного капіталу і здійснення інвестицій корпораціями, у тому числі для експортерів, що негативно впливає на економічну активність та перспективи національного експорту.

### **III. Глобальні й специфічні країнні фактори припливу іноземного капіталу в економіку з ринком, що формується, та емпіричні оцінки для України**

Численні дослідження доводять існування суттєвих взаємозв'язків між спредами державних облігацій з ринків, що формуються, і показниками глобального фінансового ринку (фактори «виштовхування») та економічними показниками, які характеризують конкретні країни (фактори «притягання»). Глобальні фактори «виштовхування» звичайно відіграють провідну роль у формуванні загальної динаміки припливу іноземного капіталу на ринки, що формуються. Моделі, які містять показники зовнішніх умов фінансування і внутрішніх факторів ризику для конкретних країн, дослідники широко використовують для оцінки спредів зовнішніх облігацій та обсягів надходження капіталу.

Наприклад, регресійна модель Гонсалеса-Росади й Єяті (González-Rosada and Yeyati, 2008) містить набір специфічних країнних факторів і глобальних факторів для 33 країн, що розвиваються. Ці вчені встановили, що

глобальні фактори значною мірою пояснюють варіацію спредів за облігаціями таких країн. Так, Комеллі (Comelli, 2012) побудував регресійну модель за даними 28 країн з ринками, що формуються, які охоплюють період 1998–2011 рр., та показав, що як внутрішньокраїнні фактори, так і змінні глобального середовища є статистично значущими та пояснюють коливання спредів облігацій з ринків, які формуються.

В економічній літературі досягнуто консенсусу щодо параметрів грошово-кредитної політики США, рівня глобальної ліквідності й глобального апетиту до ризику як факторів, які детермінують високу синхронність потоків капіталу на ринки, що формуються (Milesi-Ferretti and Cédric, 2011). Зокрема, Гартеліус та ін. (Hartelius et al., 2008) довели, що вищий / нижчий ступінь несприйняття ризиків на світовому ринку і підвищення / зниження волатильності цін на ф'ючерси на фондовому ринку США пов'язані з вищою (нижчою) премією за ризик для ринків, які формуються.

Деякі емпіричні дослідження показують, що глобальні фактори пояснюють 50–80% варіації спредів іноземних облігацій для ринків, які формуються (Gonzalez-Rosada and Levy-Yeyati, 2008). Так, Серутті, Клаессенс та Пуй (Cerutti, Claessens and Puy, 2015) провели систематичний аналіз чутливості до впливу різних глобальних факторів у 34 країнах. Вони з'ясували, що різні глобальні змінні відіграють головну роль, а саме: VIX, зміни очікуваного курсу політики США, нахил кривої дохідності США й ін. Зокрема, глобальні фактори «виштовхування» як незалежні змінні регресії дають R<sup>2</sup> на рівні 65% у рівнянні іноземних кредитів, близько 60% – у рівнянні портфельних облігацій і 75% – у рівнянні пайових цінних паперів.

У деяких публікаціях використовуються очікувані тримісячні процентні ставки у США, ставки федеральних фондів та очікувана дохідність 10-річних облігацій США як індикатори глобальної ліквідності, тоді як апетит інвесторів до ризиків на міжнародних ринках апроксимується показником VIX. Схильність інвесторів до ризиків залежить як від ступеня, за якого інвестори уникають невизначеності (несприйняття ризиків), так і від рівня цієї невизначеності. Індекс волатильності курсу опціонів Чиказької фондової біржі (VIX) – це показник очікування волатильності на фондовому ринку протягом наступних 30 днів. Збільшення індексу VIX підвищує рівень дохідності, яку вимагатимуть інвестори для утримання боргових цінних паперів з ринків, що формуються.

Деякі емпіричні дослідження використовують набір внутрішньокраїнних факторів для пояснення динаміки спредів державних облігацій, які охоплюють темпи зростання реального ВВП, рівень внутрішньої процентної ставки, темпи інфляції, міжнародні резерви відносно експорту країни або короткострокового боргу, відношення державного боргу або загального зовнішнього боргу до ВВП, дефіцит бюджету та баланс поточного рахунка. Так, Ананчотікул і Зханг (Ananchotikul and Zhang, 2014) дослідили набір змінних «виштовхування» та «притягання» для 17 країн з ринками, що формуються. Вони

дійшли висновку, що здорові макроекономічні основи у цих країнах можуть активно протидіяти поширенню міжнародних ефектів зараження.

Надалі ми досліджуватимемо вплив глобальних факторів і факторів внутрішньокраїнних ризиків на приплив боргового іноземного капіталу в корпоративний сектор України. Ми припускатимемо, що значення глобальних факторів для припливу капіталу в нашу державу було різним для періодів 2004–2013 рр. та 2014–2018 рр., оскільки останній період був пов'язаний з регіональним збройним конфліктом і поширенням внутрішніх шоків.

Для докризового періоду ми вивчали роль потенційних факторів «виштовхування» та факторів «притягання» як рушійних сил зміни спредів зовнішніх облигацій. Емпіричне дослідження базується на щоквартальних даних, які охоплюють період від IV кварталу 2004 р. до I кварталу 2014 р. та містять 38 спостережень загальної вибірки даних. У межах цього дослідження як незалежну змінну обрано спред EMBIG-Україна, який розраховувався Банком «JP Morgan». Незалежні змінні поділялися на дві широкі категорії: (i) змінні, які представляють глобальні фактори «виштовхування» для руху боргового капіталу на ринки, що формуються; (ii) змінні, що відображають макроекономічні основи і ринкові характеристики економіки реципієнта (в нашому випадку – України).

Для аналізу залежностей між спредом EMBIG та глобальним апетитом до ризиків ми обчислили коефіцієнти парної кореляції. Виявилось, що спреди суверенних облигацій нашої держави мають сильні кореляційні зв'язки з волатильністю світового фінансового ринку (індекс VIX). Коефіцієнт парної кореляції становить 0,74. Це дає підстави стверджувати, що зростання індексу VIX, тобто збільшення волатильності на фондовому ринку, звичайно призводить до підвищення процентних ставок за боргами України і зменшення транскордонних потоків капіталу.

Хоч теорія допускає, що нижчі світові процентні ставки зумовлюють більший попит на ризиковані фінансові активи та зменшення спредів облигацій для країн з ринками, які формуються, це дослідження, як і дослідження Клайна та Барнса (Cline and Barnes, 1997), Міна (Min, 1998) й Комеллі (Comelli, 2012), не подає підтвердження взаємозв'язків між дохідністю облигацій Казначейства США та спредами облигацій з ринків, що формуються. Зокрема, Комеллі (Comelli, 2012) пояснює це таким чином: попит міжнародних інвесторів на облигації країн з ринками, що формуються, є більш чутливим до змінних специфічних країнних ризиків, а не до процентних ставок у США, починаючи приблизно з 2003 р. Проведений кореляційний аналіз також показує, що довгострокові й короткострокові процентні ставки у США не належать до значущих факторів впливу на динаміку процентних ставок на міжнародних ринках для урядів країн з ринками, що формуються, загалом та України зокрема.

Наступне питання, яке досліджувалося, – це вплив на потоки капіталів коливання світових цін на сировину. З огляду на структуру експорту нашої

держави національні доходи від експорту прямо залежать від рівня світових цін на сировинні товари. Сільськогосподарська продукція і сировина, мінерали, чорні й кольорові метали та продукція з них становлять 3/4 загального експорту товарів з України. Ми перерахували щомісячні дані ЮНКТАД щодо індексів цін на сировинні товари як квартальні. ЮНКТАД оперує індексами вільних ринкових цін на сировинні товари для основних товарних груп у вимірі поточних доларів США порівняно з 2000 р. Коефіцієнт парної кореляції спреду EMBIG-Україна з квартальною зміною цін на сировинні товари виявився доволі високим, тобто  $-0,62$ .

Специфічні країнні фактори впливу на спреди іноземних облігацій охоплювали квартальні темпи зростання реального ВВП і темпи зростання експорту (у процентах до ВВП), обсяг та приріст державного боргу (у процентах до ВВП), обсяг валового зовнішнього боргу (у процентах до ВВП), рівень валютних резервів, дефіцит поточного рахунка і дефіцит бюджету (у процентах до ВВП), темпи інфляції й реальні внутрішні процентні ставки. Кореляцію пояснювальних змінних зі спредом EMBIG-Україна показано у табл. 1.

Таблиця 1

## Кореляція спреду EMBIG-Україна і змінних специфічних країнних ризиків

№	Можливі незалежні змінні моделі	Коефіцієнт парної кореляції зі спредом EMBIG-Україна
1.	Темп зростання реального ВВП, % до відповідного періоду попереднього року	$-0,77$
2.	Офіційні валютні резерви, % зовнішнього сукупного боргу	$-0,50$
3.	Баланс поточного рахунка, % ВВП	$-0,28$
4.	Баланс зведеного бюджету, % ВВП	$-0,12$
5.	Експорт товарів і послуг, % ВВП	$-0,42$
6.	Темпи зростання експорту, % до відповідного періоду попереднього року	$-0,53$
7.	Темпи інфляції, % до відповідного періоду попереднього року	$0,11$
8.	Реальні внутрішні процентні ставки, середньозважені за банківськими позиками терміном 1–5 років	$-0,03$
9.	Розмір державного боргу, % до ВВП	$0,34$
10.	Збільшення державного боргу, % до ВВП	$0,56$
11.	Валовий зовнішній борг, % до ВВП	$0,36$

Джерело: оцінки автора на основі даних МВФ та українських статистичних органів.

На основі значень коефіцієнтів кореляції зі спредами зовнішніх облігацій обрано перелік незалежних змінних для моделей множинної регресії:

- індекс VIX, що апроксимує глобальний апетит до ризику (VIX);
- щоквартальні зміни індексу цін на сировинні товари UNCTAD (всі товарні групи) з лагом в один квартал, у % (PRICE\_all (-1));
- темпи зростання реального ВВП як індикатор економічних перспектив країни та її кредитоспроможності (ВВП\_real);
- валютні резерви як показник рівня міжнародної ліквідності країни-позичальниці й валютних ризиків для нерезидентів (RESERVES);
- щоквартальне збільшення рівня державного боргу в Україні з лагом в один квартал, у % до ВВП (INC\_DEBT (-1)).

У результаті було специфіковане таке регресійне рівняння для спреду EMBIG-Україна:

$$\text{EMBI\_UKR} = 37,7 \text{ VIX} - 28,0 \text{ GDP\_REAL} - 19,4 \text{ RESERVES} + 549,3; \quad (1)$$

$$R^2 = 0,84; \text{ F-statist.} = 66,2; \text{ Q-statist. (20 lags)} = 17,1,$$

де EMBI\_UKR – спред EMBIG-Україна, б. п. у кінці відповідного кварталу;

VIX – глобальний індекс волатильності, або апетит інвесторів до ризиків, середнє значення у % за відповідний квартал;

GDP\_REAL – темпи приросту реального ВВП в Україні, у % до відповідного кварталу попереднього року;

RESERVES – валютні резерви Національного банку України як % від загального зовнішнього боргу.

Фактичні результати регресії свідчать про те, що всі коефіцієнти є статистично значущими і мають очікувані знаки. Так, 84% варіації спреду EMBIG-Україна пояснюються варіацією незалежних змінних. Q-статистика вказує на доволі низькі автокореляції залишків моделі.

Результати економіко-математичного моделювання показують, що протягом 2004–2013 рр. вітчизняна економіка була дуже чутливою до глобального апетиту до ризиків, а спред українських державних облігацій зростав приблизно на 38 базисних пунктів у відповідь на збільшення індексу VIX на один процентний пункт. Відповідно, більш високе зростання реального ВВП знижувало рівень дохідності іноземних облігацій, оскільки кращі перспективи економічного зростання зменшують кредитні ризики для інвесторів, а відносно боргове навантаження країни знижується. Підвищення темпів зростання реального ВВП на один процентний пункт зумовлює зменшення спреду EMBIG-Україна на 28 базисних пунктів. Еквівалентно приріст валютних резерв



рвів на 1% від загального зовнішнього боргу призводить до зменшення спреду EMBIG-Україна на 19 базисних пунктів.

Продовжуючи емпіричне дослідження, ми дещо модифікували рівняння (1) шляхом додавання до нього змінної світових цін на сировинні товари та деяких змінних специфічних країнних ризиків як драйверів спредів облігацій. У результаті специфіковано нову модель множинної регресії, яка охоплює вплив двох факторів «виштовхування» та двох факторів «притягання» на рівень спредів.

$$\text{EMBI\_UKR} = 35,0 \text{ VIX} - 6,5 \text{ PRICE\_all} (-1) - 25,2 \text{ GDP\_REAL} + 40,9 \text{ INC\_DEBT} (-1); \quad (2)$$

$$R^2 = 0,83; \text{ Q-statist. (20 lags)} = 26,0,$$

де PRICE\_all (-1) – щоквартальні зміни індексу цін на сировинні товари UNCTAD та всі групи товарів з лагом в один квартал, у %;

NC\_DEBT (-1) – щоквартальне збільшення рівня державного боргу в Україні з лагом в один квартал, у % до ВВП.

Усі оцінені коефіцієнти є статистично значущими, і 83% варіації залежної змінної пояснюється варіацією незалежних змінних.

На основі моделей (1) та (2) визначено, що серед численних факторів, які впливають на дохідність іноземних облігацій, до найбільш значущих варто зарахувати: схильність глобальних інвесторів до ризику, зміни світових цін на сировинні товари, зростання реального ВВП в Україні, рівень міжнародних резервів і приріст державного боргу в Україні. Перші два фактори належать до групи факторів «виштовхування», а інші – до групи факторів «притягання». Тоді, коли відбувається підвищення цін на сировинні товари, позитивна динаміка реального ВВП та накопичення валютних резервів у нашій державі сприяють зменшенню рівня спредів, зростання індексу волатильності VIX і накопичення державного боргу в Україні спричиняють підвищення спредів облігацій для вітчизняних позичальників.

Таким чином, ми визначили й оцінили глобальні та національні фактори – рушійні сили динаміки спреду EMBIG-Україна за період, що охоплює I квартал 2004 р. – I квартал 2014 р.

На другому етапі емпіричного дослідження ми розкриємо роль глобальних і специфічних для країни факторів протягом 2014 р. – I кварталу 2019 р., коли наша держава зазнала військової агресії сусідньої країни й пережила локальну економічно-фінансову кризу.

Незалежну змінну для регресійної моделі визначено як CAPITAL\_LOAN\_mi, що позначає щоквартальний приплив портфельних інвестицій та іноземних позик у корпоративний і фінансовий сектори України в млн. дол. Дані щодо

спреду EMBIG-Україна для цього періоду дослідження були недоступними (Банк «JP Morgan» призупинив відповідні розрахунки).

Щоб визначити вплив глобальних фінансових факторів на обсяги припливу іноземного капіталу в нашу державу, ми використали змінну VIX як показник апетиту до ризиків міжнародних інвесторів. Виявлено, що коефіцієнт парної кореляції боргового припливу капіталу в Україну й індексу VIX дорівнює 0,26. Це означає, що такі взаємозв'язки є доволі слабкими, а специфічні країнні фактори набули більшого значення в 2014–2019 рр. у поясненні динаміки потоків іноземного капіталу в нашу державу.

З огляду на зазначене вище попередньо перевірено взаємозв'язки між залежною змінною моделі та різними показниками крайніх ризиків. При використанні кореляційного аналізу визначено ключову роль у поясненні надходження іноземного капіталу в Україну таких незалежних змінних, серед яких:

- темпи зростання реального ВВП як показник загальної привабливості економічного середовища для іноземних інвесторів і кредиторів (GDP\_RATE);
- обсяг міжнародних резервів як показник міжнародної ліквідності й валютних ризиків, які беруть на себе іноземні інвестори та кредитори (FX\_RESERVE);
- рівень зовнішнього сукупного боргу нашої держави як показник кредитних ризиків і рівня платоспроможності країни-позичальниці (EX\_DEBT\_ml).

Більш високі темпи зростання ВВП та сприятливі економічні перспективи України підвищують привабливість країни для іноземних кредиторів і забезпечують стійкість зовнішнього боргу. На рис. 5 відображено суттєву залежність між темпами економічного зростання й чистим припливом боргового капіталу в приватний сектор нашої держави.

Інші показники внутрішньокрайніх ризиків мали слабку пояснювальну для динаміки залежну змінну, а саме: сальдо поточного рахунка, зростання експорту товарів та послуг, темпи інфляції, рівень і приріст державного боргу, дефіцит державного бюджету, номінальні й реальні процентні ставки за банківськими кредитами в Україні.

Коефіцієнти парної кореляції незалежних змінних з припливом іноземних позик та портфельних інвестицій у нашу державу становили:

- темпи зростання реального ВВП (GDP\_RATE) – 0,74;
- обсяг валютних резервів (FX\_RESERVE) – 0,74;
- обсяг зовнішнього боргу (EX\_DEBT\_ml) – –0,49.

Рисунок 5

**Приплив іноземного капіталу в корпоративний та банківський сектори України і темпи зростання реального ВВП у нашій державі**



Джерело: складено автором на основі даних Національного банку України і Державної служби статистики України.

Вищенаведені оцінки і результати ідентичні до тих, які отримав Комеллі (Comelli, 2012). Він з'ясував, що серед змінних країнних ризиків показники ступеня зовнішньої вразливості провокують найбільші зміни у вартості зовнішнього фінансування для ринків, які формуються. Так, зниження ступеня зовнішньої вразливості має вдвічі потужніший ефект на вартість зовнішнього фінансування для ринків, що формуються, ніж зменшення політичних ризиків країни-позичальниці.

На основі проведеного дослідження ми розробили таку регресійну модель:

$$\text{CAPIT\_LOAN\_ml} = 98,1 * \text{GDP\_RATE} + 0,20 * \text{FX\_RESERVE} - 0,03 * \text{EX\_DEBT\_ml} - 0,99 * \text{MA}(1); \quad (3)$$

$$R^2 = 0,78; \quad \text{Q-stat. (20 lags)} = 5,7.$$

де CAPIT\_LOAN\_ml – щоквартальні надходження портфельних інвестицій та іноземних позик у корпоративний і фінансовий сектори України, в млн. дол. США;

GDP\_RATE – темпи приросту реального ВВП в Україні, у % до відповідного періоду попереднього року;

FX\_RESERVE – валютні резерви Національного банку України на кінець відповідного кварталу, в млн. дол. США;

EX\_DEBT\_ml – валовий зовнішній борг України на кінець відповідного кварталу, в млн. дол. США;

MA (1) – ковзна середня I рівня.

R2 вказує на те, що 83% варіації залежної змінної пояснюється варіацією незалежних змінних. Усі оцінені коефіцієнти є статистично значущими. Низька Q-статистика показує доволі низькі автокореляції залишків моделі.

Проведене емпіричне дослідження свідчить про те, що динаміка реального ВВП, достатність міжнародних резервів та зовнішня заборгованість резидентів України належить до статистично значущих факторів, які пояснюють динаміку припливу іноземного капіталу в корпоративний і банківський сектори нашої держави.

Оцінені коефіцієнти підтверджують, що зростання реального ВВП на один процентний пункт заохочує приплив іноземних позик та портфельних інвестицій у приватний сектор у сумі приблизно 100 млн. дол. на квартал. Накопичення міжнародних резервів Національним банком стимулює приплив іноземного капіталу в Україну у відношенні 5 до 1. Водночас зростання валового зовнішнього боргу на суму 100 млн. дол. зменшує надходження іноземних позик і портфельних інвестицій на суму близько 3 млн. дол. за квартал.

Отже, результати проведеного дослідження дають підстави стверджувати, що підвищення ступеня глобального неприйняття ризиків та зниження цін на сировинні товари стали основними рушіями передачі зовнішніх шоків в економіку нашої держави до 2014 р., коли економічна ситуація в Україні значною мірою детермінувалася глобальними економічними трендами. Однак у 2014 р. відбулося певне від'єднання вітчизняної економіки від світових ринків унаслідок російської військової агресії й внутрішніх потрясінь. **Протягом 2014 р. – I кварталу 2019 р. специфічні країнні фактори відігравали ключову роль у визначенні динаміки процентних ставок і обсягів припливу іноземного капіталу в Україну. Фактори «притягання» потоків капіталу, тобто темпи зростання реального ВВП, обсяг міждержавних резервів та рівень зовнішнього сукупного боргу нашої держави були основними факторами впливу іноземного капіталу протягом 2014 р. – I півріччя 2016 р., а з II півріччя 2016 р. ці ж фактори детермінували повільні темпи відновлення припливу іноземного капіталу в Україну.**

#### **IV. Вплив боргових потоків капіталу на економічне зростання та зовнішню стійкість в Україні**

У межах попереднього авторського дослідження встановлено, що чистий приплив іноземного капіталу має значну пояснювальну силу в різних специфікаціях макроекономічних і фінансових показників в Україні (Богдан, 2015). Зокрема, виявлено, що потоки капіталу мають статистично значущий вплив на формування основного капіталу, внутрішні процентні ставки й реальный ефективний обмінний курс (REER) національної валюти.

Попри отримані результати, виникає запитання, який вплив мають боргові потоки капіталу та накопичений зовнішній борг на динаміку реального ВВП країни-позичальниці. Як відомо, зовнішній борг детермінує зовнішню вразливість країни через вплив на спроможність виконувати й обслуговувати зовнішні зобов'язання, а також на доступ країни до міжнародного ринку капіталу.

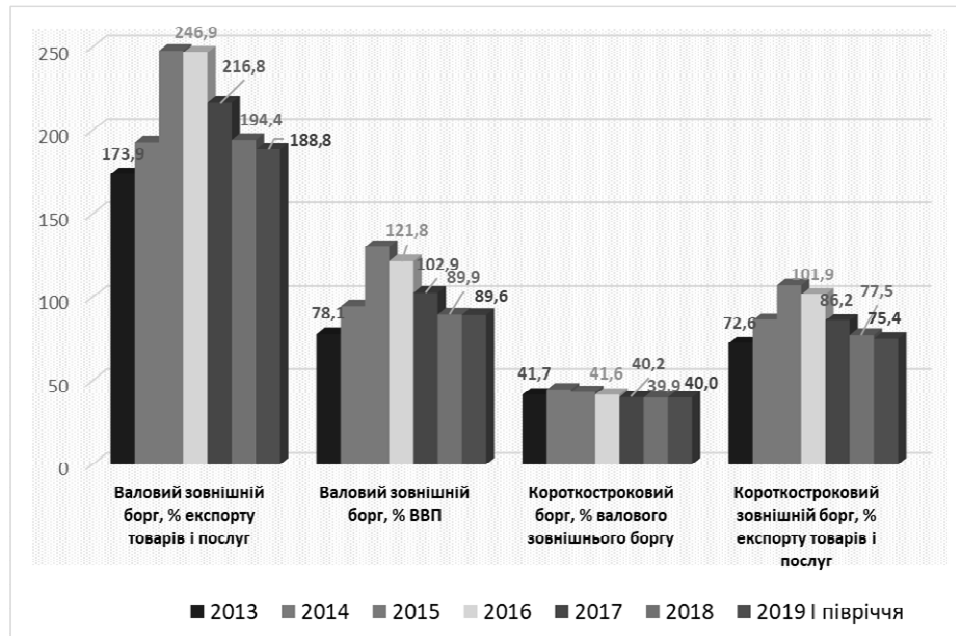
Більш того, маючи тягар зовнішнього боргу, національна економіка стає чутливою до впливу зовнішніх шоків, що виникають на світових ринках. Це пов'язано зі збільшенням вразливості економіки країни-реципієнта, що може запустити ланцюгову реакцію кризи під впливом відпливу іноземного капіталу. Багато країн, що розвиваються, пройшли через реалізацію цього негативного сценарію, як і Україна в 2008–2009 рр.

Сьогодні загальний зовнішній борг нашої держави на рівні 188,8% експорту близький до порогових значень та перевищує середні показники в економіках з низьким і середнім рівнями доходу. На рис. 6 відображено показники зовнішнього боргу України за 2013–2019 рр. Загальний зовнішній борг мав висхідну траєкторію впродовж 2014–2015 рр. та почав поступово зменшуватися з 2016 р.

Проте зараз несприятливу ситуацію відображають такі показники:

- загальний зовнішній борг наблизився до 89,6% ВВП, тоді як пороговий коефіцієнт становить 60%;
- короткостроковий зовнішній борг дорівнював 75,4% експорту, а порогове співвідношення – 40%;
- короткостроковий зовнішній борг досяг 223,7% міжнародних резервів, тоді як порогове співвідношення становить 100% резервів.

Рисунок 6

**Відносні показники зовнішнього боргу України в 2013 р. – у першій половині 2019 р.**

Джерело: створено автором на основі даних Національного банку України.

**Високий рівень зовнішнього боргу України збільшує вразливість різних сфер економіки до впливу зовнішніх шоків, зокрема шоків цін на сировинні товари, шоків економічного зростання у країнах-партнерах, глобального несприйняття ризиків й ін. До того ж надмірний рівень боргу наражає державні та корпоративні фінанси на високі ризики рефінансування боргу і процентні ризики, що може призвести до фінансової кризи при погіршенні кон'юнктури фінансового ринку.**

Аналіз зовнішньої стійкості, проведений за даними України, дає підстави стверджувати, що надмірний рівень зовнішнього боргу й короткострокового зовнішнього боргу, великі обсяги обслуговування та погашення боргу і низький рівень міжнародних резервів свідчать про високу ймовірність боргових ускладнень та настання кризи платіжного балансу (Богдан, 2019).

Під значним навантаженням зовнішнього боргу національна економіка показує низькі й нестабільні темпи економічного зростання. Високий рівень боргу шкодить економічному зростанню через економічну невизначеність і

низькі темпи приватного інвестування. Це також наражає країну на високий ризик рефінансування боргу на ринках капіталу, що може призвести до фінансової кризи. Загалом зовнішній борг підвищує вразливість економіки до впливу різних шоків.

Міжнародний досвід свідчить про те, що наслідками боргової кризи є зниження ВВП від 2% до 5% на рік у роки кризи та падіння двосторонніх торговельних потоків на 7% на рік (International Monetary Fund, 2016). У багатьох літературних джерелах обґрунтовано, що надмірний рівень боргу пов'язаний із нижчими темпами зростання навіть за відсутності боргової кризи. Так, Чудік, Мохаддес, Песаран і Раїсці (Chudik, Mohaddes, Pesaran and Raissi, 2015) провели статистичний аналіз впливу зовнішньої заборгованості на обсяги виробництва в 40 країнах упродовж 1965–2010 рр. Вони довели, що незалежно від досягнення граничного рівня боргу спостерігається помітний негативний зв'язок між збільшенням рівня боргу й економічним зростанням.

Ранні теорії «боргового навісу» вказують на незначні приватні інвестиції та низьке економічне зростання у країнах із високим рівнем боргу через макроекономічну невизначеність і високе оподаткування. Зокрема, Кругман (Krugman, 1988) та Сакс (Sachs, 1988) обґрунтовують, що великі боргові зобов'язання стають своєрідним податком на ресурси, які створюються країною.

Щодо державного боргу, то загальноприйнята думка полягає в тому, що більш високе відношення боргу до ВВП може стимулювати сукупний попит і виробництво у короткостроковій перспективі, але воно витісняє приватні інвестиції та зменшує випуск продукції в довгостроковій перспективі. До того ж, існують імовірні нелінійні ефекти зростання державного боргу, де нарощування боргу може погіршити економічне зростання, особливо коли рівень боргу перевищує певний поріг (Reinhart and Rogoff, 2010; Kumar and Woo, 2010).

Відповідне емпіричне дослідження для нашої держави базується на щоквартальних даних і охоплює Q1 2007 р. – I квартал 2018 р., тобто використаний набір даних складається із 45 спостережень. Часові ряди завантажено з веб-сайтів Національного банку та Державної служби статистики України. Основна мета цього дослідження – виявлення й оцінка наслідків накопиченого зовнішнього боргу для траєкторії національного виробництва.

З метою оцінки зв'язку між зростанням ВВП і коефіцієнтом зовнішнього боргу специфіковано таку регресійну модель:

$$\text{GDP\_GR} = 0,14 \times \text{OK\_RAT}(-1) - 0,18 \times \text{GROSS\_ED} + 15,4 + 0,78 \times \text{AR}(1) + 13,1 \times \text{SIGMASQ}, \quad (4)$$

де ВВП\_GR – темпи приросту реального ВВП, у % до відповідного періоду попереднього року;

OK\_RAT(-1) – темпи приросту капітальних інвестицій з лагом в один квартал, у % до відповідного періоду попереднього року;

GROSS\_ED – зовнішній сукупний борг України на кінець року, в % до річного ВВП;

AR (1) – компонент авторегресії.

**Оцінений коефіцієнт залежної змінної показує, що накопичення зовнішнього боргу в сумі, еквівалентній 1% ВВП, має своїм наслідком зниження реального ВВП на величину приблизно 0,2 процентного пункту в середньо- та довгостроковій перспективі.**

Фактичні результати регресії (табл. 2) підтверджують, що всі коефіцієнти є статистично значущими і мають очікувані знаки. Так, 76% варіації темпів зростання реального ВВП пояснюється впливом незалежних змінних моделі. Q-статистика свідчить про доволі низьку автокореляцію залишків моделі.

Таблиця 2

**Результати оцінки регресійної моделі**

Dependent Variable: GDP_GR				
Method: ARMA Maximum Likelihood (OPG – BHHH)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FIX_CAP(-1)	0.13644	0.04804	2.84052	0.0071
EDEBT	-0.17961	0.06579	-2.73011	0.0094
C	15.3900	7.42993	2.07135	0.0448
AR(1)	0.77597	0.10912	7.11151	0.0000
R-squared	0.76394	Mean dependent var		-0.45111
Adjusted R-squared	0.74033	S.D. dependent var		7.52540
S. E. of regression	3.83475	Akaike info criterion		5.65101
F-statistic	32.3621	Durbin-Watson stat		1.47417
Prob(F-statistic)	0.00000			

Джерело: презентація моделі у програмі «E-Views».

Отже, ключові показники зовнішньої стійкості нашої держави дають підстави стверджувати, що досягнута макрофінансова стабілізація в Україні дуже крихка та може бути зруйнована будь-коли під впливом потрясінь, спричинених внутрішніми чи зовнішніми шоками. Це пояснюється високим навантаженням зовнішнього боргу, хоч основні критерії достатності міжнародних резервів досі не виконуються, а на 2019–2020 рр. припадають значні зобов'язання з обслуговування боргу. В дослідженні проаналізовано також значні негативні наслідки нарощування зовнішнього боргу на економічне зрос-



тання. З точки зору майбутніх перспектив отримані результати дають змогу констатувати, що економіка нашої держави буде зростати швидше при зменшенні зовнішніх дисбалансів і низхідній траєкторії зовнішнього сукупного боргу.

## Висновки

Таким чином, через вразливість, накопичену в фінскальному, фінансовому, зовнішньому та реальному секторах економіки, під впливом зовнішніх і внутрішніх потрясінь може розгорнутися ланцюжок подій, які доведуть країну до фінансової кризи. Ключові механізми проникнення шоків та поширення кризи пов'язані з реверсом потоків іноземного капіталу, зниженням валютного курсу, втечею внутрішнього капіталу, фінскальними дисбалансами і способами їх фінансування, зменшенням зобов'язань та капіталу банків, скороченням експортних надходжень й ін.

Надмірний зовнішній борг та інші зони вразливості підвищують ступінь нестійкості ринків, що формуються, і запускають у дію кризовий сценарій у разі зміни напрямку руху капіталу. Підвищення світових процентних ставок та зниження світових цін на сировинні товари стали найбільш вагомими зовнішніми шоками, які передавалися у вітчизняну економіку в період до 2014 р. Основні сфери й механізми поширення глобальних шоків виявлялися у сферах платіжного балансу і державних фінансів, на валютному ринку та у реальному секторі національної економіки. У 2014–2015 рр. в Україні спостерігалось поєднання валютної, банківської та боргової криз й економічного спаду, які були спричинені російською військовою агресією і частково пов'язані з накопиченою внутрішньою вразливістю.

Проводячи емпіричне дослідження, ми визначили та оцінили глобальні й національні фактори припливу іноземного капіталу в нашу державу. На першому етапі досліджувався період 2004–2013 рр., коли Україна рухалася синхронно з іншими ринками, що формуються. У цей період значущими факторами припливу іноземного капіталу в нашу державу виявилися апетит до ризику міжнародних інвесторів, зміни цін на сировинні товари, зростання реального ВВП в Україні, обсяг валютних резервів та приріст державного боргу.

Аналіз рушійних факторів припливу боргового капіталу в економіку нашої держави чітко показав, що різні глобальні змінні відігравали значну роль до кризи 2014–2015 рр. Оскільки Україна, як і багато країн з ринками, що формуються, є чистим експортером сировинних товарів, більш високі ціни на сировину покращували економічні показники нашої держави та, відповідно, активізували транскордонні потоки капіталів. У статті доведено, що вітчизняна економіка була також дуже чутливою до сприйняття ризиків міжнародними інвесторами, і спред державних облігацій підвищувався приблизно на 38 базових пунктів у відповідь на один процентний пункт зростання індексу VIX. Такі результати означають, що

апетит до ризиків на світовому фінансовому ринку суттєво впливав на вартість іноземного фінансування для українських позичальників.

Однак з 2014 р. економіка нашої держави почала відмежовуватися від глобальних тенденцій, у результаті чого вищеописані взаємозв'язки ослабли. Основного значення при цьому почали набувати внутрішньоекономічні фактори. У дослідженні обґрунтовано, що зростання реального ВВП на один процентний пункт зумовлювало приплив іноземного боргового капіталу на суму близько 100 млн. дол. на квартал, а накопичення Національним банком міжнародних резервів стимулювало приплив іноземного капіталу в нашу державу у відношенні 5 до 1. Отримані результати на завершальному етапі дослідження показали, що економіка України зростає швидше при зменшенні зовнішніх дисбалансів та низхідній траєкторії зовнішнього сукупного боргу.

Отже, глобальні фактори «виштовхування» потоків капіталу відіграють домінуючу роль у русі потоків капіталу доти, поки бізнес-цикл в економіці з ринком, що формується, синхронізується з глобальним бізнес-циклом. Однак, знаючи впливу локальної чи регіональної кризи, така економіка відмежується від впливу глобальних економічних тенденцій. У цих умовах економічні перспективи країни-реципієнта капіталу і масштаби припливу іноземного капіталу зумовлюються переважно макроекономічними основами такої країни та / або вирішенням геополітичних питань (які стали причиною локальної кризи).

Що стосується макроекономічних ефектів боргових потоків капіталу, то пропонуване емпіричне дослідження підтверджує, що економіка з ринком, який формується, показує низькі й нестабільні темпи економічного зростання, а також високу вразливість до зовнішніх шоків під значним тягарем зовнішнього боргу. На основі оціненого коефіцієнта моделі встановлено, що накопичення зовнішнього боргу, еквівалентне 1% ВВП, є фактором зниження реального ВВП приблизно на 0,2 процентного пункту у середньо- і довгостроковій перспективі.

Отримані результати свідчать про те, що розробники економічної політики у країнах з ринками, які формуються, повинні докладати інтенсивних зусиль для того, щоб протистояти потенційним зривам, що можуть спричинити глобальні шоки та недоліки внутрішньої політики. Запропоноване емпіричне дослідження (як і ряд інших) дає підстави зробити висновок про те, що активні зусилля урядів країн з ринками, які формуються, могли би покращити стійкість їх економік до негативних потрясінь та зробити іноземний капітал більш стабільним і доступним. У цьому контексті для урядів України та інших країн з ринками, що формуються, рекомендуємо застосовувати спектр інструментів економічної політики, які дають змогу зменшити нарощування зон вразливості й знизити ризики, пов'язані з потоками іноземного капіталу. Вони передбачають ефективне управління державним боргом, проведення фіскальної консолідації, посилення макропруденційного регулювання, залучення прямих іноземних інвестицій і накопичення адекватного рівня міжнародних резервів.

**Список використаної літератури**

1. Andersen, C. The Problem with Debt. *Finance and Development*, 2018, Vol. 55, No. 1, p. 2.
2. Ananchotikul, N., Zhang, L. Portfolio Flows, Global Risk Aversion and Asset Prices in Emerging Markets. *IMF Working Paper*, 2014, No. WP/14/156, International Monetary Fund, Washington.
3. Bogdan, T. Debt-Creating Capital Flows and their Macroeconomic Implications in Ukraine. *Athens Journal of Business & Economics*, 2015, Vol. 1, No. 2, pp. 135–152.
4. Bogdan, T. Determinants of Capital Flows to Emerging Market Economy: A Case of Ukraine. *Transformations in Business & Economics*, 2016, Vol. 15, No. 1 (37), pp. 127–146.
5. Bogdan, T. External Financial Vulnerability and Gross External Debt of Ukraine: Current State and Risks as of 01.04.2019, 2019, available at: <http://optimacenter.org/research/zovnishnja-finansova-vrazlyvist-i-zovnishnij-sukupnyj-borg-ukrajiny-potochnyj-stand-ta-ryzkyk-stand-na-01042019-r/>.
6. Cerutti, E., Claessens, S., Puy, D. Push Factors and Capital Flows to Emerging markets: Why Knowing Your Lender Matters More Than Fundamentals. *IMF Working Paper*, 2015, No. WP/15/127, International Monetary Fund, Washington.
7. Chudik, A., Mohaddes, K., Hashem Pesaran, M., Raissi, M. Is There a Debt-threshold Effect on Output Growth? *IMF Working Paper*, 2015, No. WP/15/197, International Monetary Fund, Washington.
8. Comelli, F. Emerging Market Sovereign Bond Spreads: Estimation and Back-testing. *IMF Working Paper*, 2012, No. WP/12/212, International Monetary Fund, Washington.
9. Gruss, B., Nabar, M., Poplawski-Ribeiro, M. Growth Accelerations and Reversals in Emerging Market and Developing Economies: The Role of External Conditions. *IMF Working Paper*, 2018, No. WP/18/52, International Monetary Fund, Washington.
10. Gonzalez-Rosada, M., Levy-Yeyati, E. Global Factors and Emerging Markets Spreads. *The Economic Journal*, 2008, Vol. 118, pp. 1917–36.
11. Hartelius, K., Kashiwase, K., Kodres, L. Emerging Market Spread Compression: Is it Real or Is it Liquidity? *IMF Working Paper*, 2008, No. WP/08/10, International Monetary Fund, Washington.
12. Igan, D., Kutan, A., Mirzaei, A. Real Effects of Capital Inflows in Emerging Markets. *IMF Working Paper*, 2016, No. WP/16/235, International Monetary Fund, Washington.

13. Institute for International Finance. Global Debt Monitor. Slowdown in 2018 – Pause or Trend? Available at: [http://files.clickdimensions.com/iifcom-ai7nn/files/globaldebtmonitor\\_april\\_vf.pdf](http://files.clickdimensions.com/iifcom-ai7nn/files/globaldebtmonitor_april_vf.pdf).
14. Institute for International Finance. *Capital Flows Tracker. Softer Flows to EM*, April 1, 2019, available at: <http://files.clickdimensions.com>.
15. International Bank for Reconstruction and Development. *International Debt Statistics*, 2019, available at: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/30851>.
16. International Monetary Fund. Fiscal Monitor: Curbing Corruption, April, 2019, available at: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2019/03/18/fiscal-monitor-april-2019>.
17. International Monetary Fund. *Sovereign Debt Restructurings 1950–2010: Concepts, Literature Survey, and Stylized Facts*, 2016a, available at: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Sovereign-Debt-Restructurings-1950-2010-Literature-Survey-Data-and-Stylized-Facts-26190>.
18. International Monetary Fund. Debt: Use It Wisely. *Fiscal Monitor*, 2016b, October, available at: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2016/12/31/Debt-Use-it-Wisely>.
19. Krugman, P. Financing versus Forgiving a Debt Overhang. *Journal of Development Economics*, 1988, No. 29, pp. 253–68.
20. Kumar, M., Woo, J. Public Debt and Growth. *IMF Working Paper*, 2010, No. WP/10/174, International Monetary Fund, Washington.
21. Milesi-Ferretti, G. M., Cédric, T. The Great Retrenchment: International Capital Flows during the Global Financial Crisis. *Economic Policy*, 2011, Vol. 26, No. 66, pp. 285–342.
22. Min, H. G. Determinants of Emerging Market Bond Spreads: Do Economic Fundamentals Matter? *Policy Research Paper*, 1998, No. 1899, Washington, World Bank.
23. Reinhart, C., Rogoff, K. Growth in a Time of Debt. *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 2010, Vol. 100, No. 2, pp. 573–78.
24. Sachs, J. The Debt Overhang of Developing Countries. In: *Debt Stabilization and Development: Essays in Memory of Carlos Diaz-Alejandro* / ed. by G. Calvo, R. Findlay, P. Kouri and J. Braga de Macedo, 1988, Oxford: Basil Blackwell.