УДК 330.322 (477)

Венгер Т.А., асп.
КНУ імені Тараса Шевченка, Київ

ВПЛИВ ДЕРЖАВНИХ ЗАПОЗИЧЕНЬ НА НАГРОМАДЖЕННЯ ОСНОВНОГО КАПІТАЛУ В УКРАЇНІ

Досліджено основні способи впливу державних запозичень на динаміку капітальних інвестицій в Україні. Здійснено оцінку еластичності нагромадження основного капіталу до зміни державного боргу та економічного зростання.

***Ключові слова**: державний борг, нагромадження основного капіталу, ефект витіснення, капітальні інвестиції.*

Сучасна економічна теорія визнає двоякий вплив державного боргу на нагромадження основного капіталу. Так в межах кейнсіанських моделей економічного зростання, насамперед, моделі з двома дефіцитами, державні запозичення розглядаються як важливе джерело інвестиційних ресурсів, без якого країни, що розвиваються, не можуть ефективно здійснювати економічну модернізацію через наявність дефіциту внутрішніх заощаджень і торговельного дефіциту. З іншого боку, у довгостроковій перспективі зростання державного боргу призводить до збільшення податкового навантаження, зростання відсоткової ставки та витіснення приватних інвестицій.

Дана проблема детально досліджена як західними, так і вітчизняними науковцями. Серед перших, насамперед, необхідно вказати праці Р. Масгрейва та Ф. Модільяні, які дали теоретичне пояснення ефекту витіснення, Е. Борензштейна, К. Коуена, П. Валенсуели, а також Ш. Агджа та О. Джеласуна, які виявили обернену залежність між рівнем зовнішнього державного боргу та іноземними інвестиціями, що стримує нагромадження основних фондів. Кінцевим наслідком ефекту витіснення є пригнічення темпів економічного зростання, про що, зокрема, свідчать дослідження К. М. Рейнхарт, К. С. Рогоффа, М. Кумара та Дж. Ву. Серед українських науковців дослідження даної проблеми здійснювали Т. Богдан, А. Гальчинський, Я. Жаліло, В. Майстришин, О. Царук та інші. Разом з тим, у вітчизняній економічній літературі досі існують суперечливі погляди щодо впливу державного боргу на динаміку капітальних інвестицій.

Метою даної роботи є аналіз специфічних способів впливу державних запозичень на нагромадження основного капіталу та оцінка ефекту витіснення в Україні.

Наукова новизна роботи полягає у вимірі еластичності нагромадження основного капіталу до зміни основних факторів, що пояснюють його динаміку, а саме: економічного зростання, прямих іноземних інвестицій та державних запозичень.

Вплив державного боргу на нагромадження основного капіталу в Україні відбувається в основному через наступні способи:

1. Зменшення кредитних ресурсів банківського сектора внаслідок здійснення державних запозичень, що спричиняє зростання відсоткових ставок та подорожчання кредитів для національних корпорацій. В Україні вплив даного фактору посилюється тим, що банківський сектор є основним покупцем облігацій внутрішньої державної позики. Станом на 03.01.2012 р. комерційним банкам належало майже 37% загального обсягу ОВДП, що перебували в обігу [9, с. 15].

2. Окрім обмеження доступу підприємств до кредитних ресурсів, держава, нарощуючи внутрішній борг, має деструктивний вплив і на спроможність підприємств капіталізувати свої доходи, що проявляється у двох формах: по-перше, у разі тривалого бюджетного дефіциту уряд змушений підвищувати ставки податків, аби не допускати поглиблення розриву між бюджетними надходженнями та витратами на обслуговування зростаючого державного боргу; по-друге, – в затримці відшкодування податку на додану вартість, тобто, останній фактично стає джерелом боргового фінансування держбюджету, зменшуючи обіговий капітал підприємств. Відшкодування ПДВ підприємствам-експортерам за рахунок облігацій внутрішньої державної позики є досить звичною практикою для вітчизняної економіки. У 2010 р. воно набуло відповідного інституційного оформлення в якості "ОВДП-ПДВ". (У 2010 р. було здійснено 4 випуски облігацій типу ОВДП-ПДВ на загальну суму понад 16,44 млрд. грн. під 5,5% річних, зі строком обігу 5 років [1]).

3. Скорочення державних інвестицій, обумовлене зростанням бюджетних витрат на обслуговування державного боргу. Останні в період кризи 2008–2011 рр. зросли в 7 разів і в 2011 р. становили 68,76 млрд. грн. Оскільки таке зростання витрат не компенсувалося збільшенням бюджетних надходжень, воно викликало необхідність скорочення інших державних видатків, насамперед, інвестиційних. Державні інвестиції є одним з макроекономічних показників, який продемонстрував найбільший спад в період фінансово-економічної кризи в Україні. Так в період 2007–2009 рр. їх обсяг скоротився в 3,4 рази – з 14,8% до 4,3% від загальних бюджетних видатків відповідно (рис. 1).

4. Зовнішні державні запозичення, якщо не спрямовуються на інвестиції, також негативно впливають на нагромадження основного капіталу, зокрема, спричиняючи зниження кредитних рейтингів держави, що підвищує вартість позичкового капіталу для вітчизняних підприємств на міжнародному ринку: "Глибокі дисбаланси сектору публічних фінансів та проблеми з обслуговуванням зобов'язань квазідержавних структур на кшталт НАК "Нафтогаз України" ведуть до зниження суверенних кредитних рейтингів, що автоматично погіршує корпоративні рейтинги і звужує доступ вітчизняних компаній до боргових ресурсів на світових ринках, погіршує інвестиційний клімат в Україні загалом" [5, с. 170].

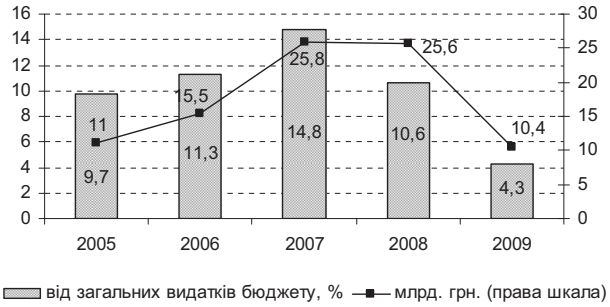


Рис. 1. Динаміка капітальних видатків державного бюджету, %

Джерело: [5, с. 38].

5. Деякі дослідники також вказують на ефект витіснення, спричинений зростанням пропозиції іноземної валюти на внутрішньому ринку, обґрунтовуючи це тим, що в період зростання експортних доходів та гарантованих державою зовнішніх запозичень гривневі інтервенції, які здійснюються Нацбанком з метою запобігання ревальвації національної валюти, спричиняють до зростання грошової маси, що, в межах жорсткої монетарної політики, вимагає від НБУ підвищення відсоткових ставок та здійснення інших стерилізаційних операцій. Останнє, в свою чергу, має негативний вплив на інвестиційну активність в країні [4, с. 90]. Однак, слід зазначити, що даний ефект зовнішніх запозичень на сьогодні не є актуальним для України, оскільки можливий лише за наявності профіциту платіжного балансу. Натомість, в умовах від'ємного сальдо платіжного балансу витрати на обслуговування зростаючого державного боргу чинитимуть девальваційний вплив на національну грошову одиницю, що матиме негативний вплив на нагромадження основного капіталу як внаслідок зростання вартості обслуговування зовнішнього корпоративного боргу в національній валюті, так і внаслідок дії факторів, описаних у попередньому пункті.

Незважаючи на те, що ефект витіснення є добре дослідженим в межах різних економічних шкіл, а його вплив на динаміку інвестицій в основний капітал підтверджено статистичними розрахунками, погляди вітчизняних науковців на дану проблему, як зазначалось раніше, не завжди співпадають. Так результати дослідження Т.П. Богдан свідчать про наявність негативного впливу державних запозичень на нагромадження капіталу: емпіричний аналіз показує, що "залучення позик на внутрішньому фінансовому ринку, зокрема, чисте запозичення в банківських установ обсягом 994 млн. грн. протягом 1995–1999 рр. стало чинником зменшення капітальних вкладень підприємств і організацій на суму 1,5 млрд. грн." [2, с. 84]. Натомість, О.В. Царук стверджує про наявність позитивного впливу державного боргу

на нагромадження основного капіталу: "Дійсно, в економіці України між обсягом державного боргу та рівнем інвестицій в основний капітал існує щільний позитивний взаємозв'язок; за результатами розрахунків, зі збільшенням державного боргу на 1 млрд. грн. інвестиції в основний капітал зростуть на 636 млн.грн." [6, с. 8]. А за словами Я. А. Жаліла, ефект витіснення не загрожує Україні, оскільки "Стабільна наявність певної величини надлишкової ліквідності комерційних банків свідчить про принципову можливість одночасного розширення державних та корпоративних запозичень. Тобто, державні запозичення на внутрішньому ринку акумулюють вільні кошти, які за інших рівних умов не були б спрямовані на інвестиційні потреби" [4, с. 89].

Щодо твердження про нейтральність впливу державного боргу, обумовлену наявністю надлишкової ліквідності банківської системи, варто зауважити, що його було висловлено у 2004 р., коли в Україні спостерігалося скорочення рівня заборгованості та покращення макроекономічної ситуації: високі темпи економічного зростання (понад 12%), збільшення доходів від експорту, зростання інвестиційних надходжень з-за кордону тощо. Зменшення обсягу державного боргу супроводжувалося поступовим зниженням частки боргових зобов'язань органів загального державного управління в портфелі цінних паперів комерційних банків, що, як видно із таблиці 1, мало місце у період 2002–2007 рр. Разом з тим, варто зауважити, що ліквідність комерційних банків у цей період забезпечувалася зовнішніми запозиченнями, що було обумовлено наявністю значного розриву між обсягом кредитів та депозитів – перед початком кризи співвідношення кредитів до депозитів в Україні складало 180% [3, с. 15]. Це обумовило швидке зростання заборгованості банківського сектора: приріст зовнішнього боргу комерційних банків у період 2005–2008 рр. становив близько 600%.

Таблиця 1

Державні цінні папери в портфелі депозитних корпорацій

Період	Вартість портфеля цінних паперів, млрд. грн.	Зобовязання органів загального державного управління, млрд. грн.	Зобовязання органів загального державного управління, %
2002	3320	2382	71,75
2003	4934	2562	51,93
2004	5719	2724	47,63
2005	8035	3656	45,50
2006	9548	4556	47,72
2007	15200	6252	41,13
2008	28134	17402	61,85
2009	30086	20897	69,46
2010	68925	58085	84,27
2011	75926	60702	79,95

Джерело: [7, с. 115], [8, с. 132]

Внаслідок фінансової кризи, що розпочалася 2008 р., доступ до цих ресурсів значно скоротився. Дефіцит позичкового капіталу обумовив зростання відсоткових ставок і зменшення кредитування реального сектора економіки. За даними Національного банку, в 2008–2009 рр. середньозважена відсоткова ставка за кредитами, наданими комерційними банками нефінансовим корпораціям, зросла на 4,9%, а співвідношення кредитів, наданих реальному сектору, до ВВП, порівняно з 2007 р., скоротилося більше, ніж на 30 в.п. Натомість, збільшився обсяг кредитування комерційними банками органів загального державного управління (від 10 млн. грн. у 2007 р. до 25 млн. грн. та 1,9 млрд. грн. у 2008 та 2009 рр. відповідно) та обсяг купівлі державних цінних паперів (табл. 1). Частка останніх у портфелі цінних паперів депозитних корпорацій зросла вдвічі в період 2007–2010 рр. і станом на кінець 2011 р. складала майже 80%.

Щодо висновку про позитивний вплив державного боргу на капітальні інвестиції, зауважимо, що він ґрунтується на зіставленні динаміки абсолютних величин даних показників та ігнорує вплив інших факторів, насамперед, економічного зростання, яке, як відомо, слугує акселератором для нагромадження основних фондів. З урахуванням цього фактору, а також впливу динаміки прямих іноземних інвестицій, регресійне рівняння, що описує ефект витіснення в Україні, матиме наступний вигляд:

$$Ln(Capital) = 1{,}15*Ln(GDP) - 0{,}2*Ln(Debt) + 0{,}02*Ln(FDI) - 2{,}76,$$

де Capital – валове нагромадження основного капіталу, GDP – валовий внутрішній продукт, Debt – державний борг, FDI – чисті прямі іноземні інвестиції (ПІІ). Аналіз здійснено на основі річних даних за період 1992–2010 рр. включно. Результати оцінки моделі наведено на рис. 2.

Dependent Variable: LNCAPITAL
Method: Least Squares
Date: 03/03/13 Time: 15:24
Sample: 1992 2010
Included observations: 19

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNGDP	1.159800	0.044784	25.89786	0.0000
LNDEBT	-0.200785	0.037769	-5.316175	0.0001
LNFDI	0.027115	0.023130	1.172302	0.2594
C	-2.760549	1.059983	-2.604333	0.0199

R-squared	0.991355	Mean dependent var	23.36235
Adjusted R-squared	0.989625	S.D. dependent var	0.602904
S.E. of regression	0.061409	Akaike info criterion	-2.557857
Sum squared resid	0.056566	Schwarz criterion	-2.359028
Log likelihood	28.29965	F-statistic	573.3409
Durbin-Watson stat	1.917689	Prob(F-statistic)	0.000000

Рис. 2. Результати регресійного аналізу залежності нагромадження основного капіталу від динаміки пояснюючих змінних

Джерело: розрахунки автора

Таким чином, збільшення державного боргу України на 1% спричиняє від'ємний приріст основного капіталу в середньому на 0,2%, а 1% економічного зростання забезпечує приріст основних фондів в середньому на 1,15%. Вплив прямих іноземних інвестицій при цьому є статистично не значущим. Це означає, що ПІІ не впливають на динаміку капітальних інвестицій в Україні, і може бути пояснено їх спрямованістю переважно у сфери зі швидким оборотом капіталу – фінанси, торгівля тощо.

Таким чином, можна зробити наступні висновки:

- державний борг має негативний вплив на нагромадження основного капіталу в Україні, що, насамперед, пояснюється впливом ефекту витіснення. Коефіцієнт еластичності, який характеризує залежність нагромадження основного капіталу від приросту державного боргу, складає -0,2%;
- серед інших каналів впливу державних запозичень на капітальні інвестиції – зростання податкового тиску; затримка з відшкодування податку на додану вартість та його конвертація у ОВДП-ПДВ; скорочення державних інвестицій; підвищення кредитних ресурсів для вітчизняних підприємств на міжнародних ринках капіталів;
- в умовах від'ємного сальдо платіжного балансу зростання зовнішніх державних запозичень України не може привести до збільшення грошової маси викликати зростання відсоткової ставки внаслідок відповідних дій НБУ. Зростання витрат на обслуговування державного боргу, натомість, матиме негативний вплив на нагромадження основного капіталу через девальваційний тиск на національну грошову одиницю і відповідне подорожчання заборгованості корпоративного сектора.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Постанова Кабінету Міністрів України від 12 травня 2010 р. N 368 / Верховна Рада України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/368-2010-%D0%BF.
2. Вахненко Т.П. Державний борг України та його економічні наслідки / Т.П. Вахненко. – К.: Альтерпрес, 2000. – 152 с.
3. Лютий І. Фінансова-економічна криза 2008–2010 рр.: деякі чинники та уроки / І. Лютий, О. Юрчук // Вісник Національного банку України. – 2011. – № 01. – С. 10–16.
4. Особливості та пріоритети боргової політики України / [А.С. Гальчинський, З.С. Варналій, В.Я. Майстришин та ін.]. – К., 2004. – 104 с. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.niss.gov.ua.
5. Україна в 2010 році: щорічні оцінки суспільно-політичного та соціально-економічного розвитку: монографія / за заг. ред. А.В. Єрмолаєва. – К.: НІСД, 2010. – 528 с.
6. Царук О.В. Статистичний аналіз та оцінка державного боргу – автореферат. – К., 2009. – с. 21 : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. економічних наук : спец. 08.00.10 "Статистика" / О.В. Царук. – К., 2009. – 21 с.
7. Бюлетень Національного банку України / Національний банк України. – 2009. – № 1 (190). – 177 с. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id =66416.
8. Бюлетень Національного банку України / Національний банк України. – 2012. – № 9 (234). – 195 с. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=121759.
9. Монетарний огляд за 2011 рік [Електронний ресурс] / Національний банк України. – К., 2011. – 15 с. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=104460.

Стаття надійшла до редколегії 5.03.13.

Венгер Т.А., асп.
КНУ имени Тараса Шевченко, Киев

ВЛИЯНИЕ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЗАИМСТВОВАНИЙ НА НАКОПЛЕНИЕ ОСНОВНОГО КАПИТАЛА В УКРАИНЕ

Исследованы основные способы воздействия государственных заимствований на динамику капитальных инвестиций в Украине. Осуществлена оценка эластичности накопления основного капитала к изменению государственного долга и экономического роста.

Ключевые слова: государственный долг, накопление основного капитала, эффект вытеснения, капитальные инвестиции.

T.A. Venger, graduate student
Taras Shevchenko National University of Kyiv, Kyiv

EFFECT OF GOVERNMENT BORROWING FOR ACCUMULATION OF FIXED ASSETS IN UKRAINE

The main channels through which the public debt increase effects the capital investments are examined. The gross capital formation elasticity of the public debt is estimated.

Key words: public debt, gross fixed capital formation, crowding out effect, capital investment.