

**Шпак Тетяна Віталіївна**  
викладач кафедри міжнародної економіки,  
ЗУНУ, м. Тернопіль

## **МАКРОЕКОНОМІЧНІ ЕФЕКТИ ЗАБОРГОВАНOSTІ ПІДПРИЄМСТВ РЕАЛЬНОГО СЕКТОРУ У ПОСТПАНДЕМІЧНІЙ ЄВРОПІ**

Впродовж 2020-2021 років підприємства більшості розвинених країн ЄС активно залучали зовнішнє боргове фінансування для покриття дефіциту ліквідних коштів у зв'язку з погіршенням фінансового стану, викликаного пандемією коронавірусу. Зростання показників заборгованості нефінансових корпорацій (НФК) країн єврозони у першому кварталі 2021 року досягло найвищого за останні двадцять років рівня 147,7% від ВВП (на валовій основі) і 83,13% від ВВП (на консолідованій основі) [5; 6]. При цьому, попри позитивну макроекономічну динаміку, у жовтні 2021 року, на відміну від інших розвинених країн, рівень фінансової вразливості сектору НФК країн єврозони все ще залишався на найвищому рівні [10, с. 32]. Це зумовлює актуальність дослідження макроекономічних та макрофінансових ефектів високого боргу у секторі НФК для економік країн ЄС в контексті вибору належних пріоритетів та інструментів монетарної, фінансової і макропруденційної політики у постпандемічному періоді.

Дослідження макроекономічних ефектів заборгованості підприємств реального сектору розвинених країн опираються на теоретичні напрацювання С. Майерса, Н. Кіотакі і Д. Мура, М. Міллера і Дж. Стігліца, Б. Бернанке, М. Гертлера і С. Гілкріста та інших вчених, чії моделі дозволяють пояснити роль заборгованості підприємств реального сектора у динаміці економічного циклу, оцінити масштаби такого впливу та визначити адекватні інструменти його корекції в поточній ситуації.

З точки зору корпоративних фінансів, боргове фінансування дозволяє підприємству здійснювати стабільну інвестиційну та виробничу діяльність, згладжуючи коливання у обсягах продажів та доходів, що позитивно позначається на вартості бізнесу. Водночас, при надмірній заборгованості виникають і негативні ефекти, пов'язані із деформацією інвестиційної політики фірми і зростанням її фінансової вразливості.

Хоча поняття «надмірності» боргу є поняттям суб'єктивним, при оцінці макроекономічного впливу корпоративного боргу, країни ЄС орієнтуються на використання двох типів порогових показників: пруденційного бенчмарку та бенчмарку, розрахованого на основі фундаментальних параметрів економіки, які визначаються для кожної країни окремо. Медіанне значення пруденційного бенчмарку для країн ЄС складає 76% від ВВП (на консолідованій основі) [3].

Аналіз показників заборгованості підприємств реального сектору в країнах ЄС засвідчує значні міжкраїнні розбіжності. Так, корпоративний борг у Бельгії, Кіпрі, Данії, Франції, Ірландії, Мальті, Іспанії, Люксембургу, Нідерландах, Португалії, і Швеції перевищував як пруденційні так і фундаментальні порогові значення у 2019 році і продовжував зростати у 2020 році. У 2020 році, борг

НФК наближався до пруденційних бенчмарків у Австрії, Хорватії, Греції та Італії та перевищив його у Фінляндії. В решті країн, заборгованість НФК не перевищувала пруденційні порогові значення [7, с. 25-26].

Серед основних ефектів високої заборгованості підприємств реального сектора у країнах єврозони, варто звернути увагу на наступні.

По-перше, відповідно до концепції «боргового навісу» С. Майерса [13], при високому рівні боргового навантаження підприємству стає складно залучати додаткове боргове фінансування для інвестування у нові проекти, оскільки більша частина доходів спрямовуватиметься на погашення зобов'язань перед існуючими кредиторами замість того, щоб спрямовуватись на винагороду новим інвесторам. Оскільки у випадку втрати платоспроможності власники бізнесу не отримають відшкодування, високий ризик дефолту спонукає підприємство до відмови від фінансування потенційно прибуткових проектів, що пригнічуватиме його розвиток у майбутньому. Емпіричні дослідження ефекту «боргового навісу» показали, що зростання заборгованості НФК дійсно призводить до зниження рівня інвестування, причому у європейських країнах цей ефект є більшим у випадку малих і середніх підприємств, для яких зростання рівня левериджу 10% знижує рівень інвестицій на 3,5%, що на 20% перевищує ефект для великих фірм, та найбільш вираженим у Австрії, Фінляндії, Франції та Іспанії [2]. Також, високе боргове навантаження асоціюється із нижчими темпами економічного відновлення після кризи, оскільки «борговий навіс» стримує приріст інвестицій в економіці, причому сила ефекту буде тим більшою, чим більшою є частка короткострокових боргів в структурі заборгованості [12].

З огляду на це, у постпандемічному періоді критичне значення матиме стимулювання інвестицій в основний капітал підприємств. За даними ЄЦБ, у 2-му кварталі 2021 року рівень інвестицій залишався на 17% нижчим, ніж у 4 кварталі 2019 року, хоча деяке пожвавлення спостерігалось у Німеччині, Франції та Італії [4]. В середньостроковому періоді ризики для інвестиційної діяльності залишаються. Очікується, що зниженню можливих негативних наслідків «боргового навісу» у ЄС у постпандемічному періоді сприятиме розгортання у 2021-2023 роках масштабних програм стимулювання інвестиційної діяльності в рамках фонду «NextGenerationEU» (€750 млрд.) -- спеціального антикризового інструменту, спроектованого стимулювання економічного відновлення в країнах ЄС, що постраждали від пандемії коронавірусу, одночасно з фінансуванням інвестицій у проекти модернізації європейської економіки та проектів з цифрової трансформації, екологізації економіки, стійкого і «розумного» зростання тощо.

По-друге, в міру зростання рівня заборгованості, здатність позичальника до обслуговування боргу стає чутливою до змін у макроекономічному середовищі, зокрема рівня ділової активності та процентних ставок. Для кожного рівня шоку, чим вищий рівень боргу, тим вища імовірність дефолту. Тому навіть за невеликого шоку, фірми з високим борговим навантаженням можуть втратити кредитоспроможність, за якийсь час – платоспроможність і зрештою збанкрутувати. Масові банкрутства підприємств призводять до

надмірного зростання частки непрацюючих кредитів в банківському секторі, що може провокувати макрофінансову нестабільність. При цьому, слід зауважити, що зростання кількості банкрутств в умовах звичайного економічного спаду є нормальним процесом, що дозволяє очистити економічну систему від неефективних елементів. Водночас, пандемія коронавірусу є явищем неекономічної природи, тому фінансова вразливість зростає як для ефективних так і для неефективних підприємств, що обумовило доцільність розгортання державами програм підтримки бізнесу.

Водночас, слід прийняти до уваги, що відповідно до досліджень Р. Банерджі Е. Кхарубі [1], фінансова вразливість фірми накопичується з часом. Проміжок між виникненням економічного шоку і припиненням діяльності фірми складає близько двох років та залежить насамперед від частки короткострокового боргу у її сукупних зобов'язаннях і здатності обслуговувати борги у постшоківому періоді. При цьому, фірми схильні залишати ринок вже після того, як вплив економічного шоку завершиться і ситуація стабілізується. Більше того, накопичені завдяки програмам державної підтримки готівкові кошти і ліквідні активи дозволяють знизити ризик ліквідності у короткостроковому періоді, але не гарантують захисту від неплатоспроможності у середньостроковому періоді.

В країнах єврозони найбільш фінансово вразливим класом підприємств стали МСП, оскільки їхня частка складає в середньому 99,8%, вони зазвичай мають менші запаси грошових коштів, вищу залежність від банківського фінансування і гірший доступ до нових кредитних ліній під час криз. Тому заходи, спрямовані на усунення дефіциту ліквідності МСП стали ключовим елементом антикризових заходів в ЄС [9]. У постпандемічному періоді, пріоритетом фіскальної політики буде розробка цільових інструментів, спрямованих на підтримку платоспроможності та рекапіталізацію потенційно спроможних і продуктивних підприємств та поступове виведення з ринку неспроможних підприємств.

По-третє, в контексті ризиків корпоративного боргу для макрофінансової стабільності важливе значення має частка забезпечених державою кредитів у сукупній заборгованості підприємств реального сектора. Надання державами широкомасштабної підтримки компаніям у формі гарантованих державою кредитів призвело до зростання величини умовних зобов'язань, що зробило боргову стійкість державних фінансів більш залежною від відновлення сектору нефінансових корпорацій. Зростання кількості дефолтів серед підприємств, які використовували гарантовані державою кредити, може стати додатковим тягарем для державних бюджетів, особливо якщо рівень державного боргу також є високим. Так, згідно із Звітом про боргову стійкість ЄС за 2020 рік, обсяг наданих гарантованих державою кредитів становив близько 15% від ВВП. Фактично використано близько однієї чверті цього обсягу. Найбільше використовували даний інструмент у Німеччині, Італії, Франції, Іспанії і Бельгії. Найбільше фактично використаних обсягів у Італії, Франції, Іспанії [8, с. 87].

Водночас, дослідження О. Йорда., М. Корнєєва, М. Шуларіка, А. Тейлора [11] показало, що нагромадження корпоративного боргу НФК може не мати значного впливу на економічне зростання у середньостроковому періоді, оскільки борги підприємств, що потрапляють до фінансової скрути, зазвичай можна реструктуризувати і швидко ліквідувати, що дозволяє їм швидко відновити інвестиційну діяльність. Такого ж висновку дійшов і Шуларік М. [14], однак він зазначає, що існує три умови, за яких нагромадження корпоративного боргу не буде мати значних наслідків для економіки країни: по-перше, у структурі сукупного корпоративного боргу не має бути перекосів в напрямку концентрації заборгованості у секторі неторгових товарів (наприклад, будівництво); по-друге, наявність ефективної системи інститутів реорганізації і реструктуризації боргу; по-третє, у банко-орієнтованих фінансових системах має бути посилений нагляд за банківською діяльністю з метою попередження кредитування неефективних підприємств.

Отже, в цілому можна зробити висновок, що помірний рівень заборгованості підприємств в цілому позитивно впливає на економіку країни, але надмірне накопиченні боргів у секторі НФК може гальмувати інвестиційну діяльність і економічне зростання та створювати ризики для макрофінансової стабільності, та сприяти поширенню, поглибленню і затягуванню в часі негативних наслідків економічних шоків.

З точки зору мінімізації ризиків, пов'язаних з високою заборгованістю у секторі нефінансових корпорацій, критично важливе значення матиме час та порядок припинення програм фінансової підтримки бізнесу. З одного боку, передчасне усунення фінансової підтримки може спровокувати різке обмеження доступу фірм до банківського кредитування (ефект обриву), що призводитиме до банкрутств, погіршуватиме умови кредитування та збільшуватиме фінансову вразливість держави. З іншого боку, занадто довготривале надання фінансової підтримки забезпечуватиме виживання неефективним підприємствам (ефект «зомбіфікації»).

Тому ключова роль у постпандемічному періоді відводитиметься фіскальній політиці, яка повинна забезпечити цільову фінансову підтримку платоспроможності і фінансової стійкості економічно спроможним підприємствам, в першу чергу МСП, та стимулювати до реструктуризації заборгованості чи виходу з ринку непродуктивні підприємства. Водночас, забезпечення ефективного функціонування процедур банкрутства, нагляд за банківською діяльністю з метою запобігання зомбі-кредитуванню, стимулювання інвестиційної діяльності сприятимуть зниженню негативного впливу заборгованості підприємств на економіку країн Єврозони.

#### **Список використаних джерел:**

1. Banerjee R., Kharroubi E. The financial vulnerabilities driving firms to the exit. *BIS Quarterly Review*. 2020. P. 1-13.
2. Bluedorn J., Ebeke C. Investment, firm size, and the corporate debt burden: A firm-level analysis of the euro area. *IMF Country Report*. 2016. No. 16/220. P. 25-37.

3. Bricongne J.-C., Coutinho L., Turrini A. Zeugner S. Is Private Debt Excessive? *Open Economies Review*. 2019. Vol. 31. No. 2. P. 471-512.
4. ECB. Economic Bulletin. 2021. No. 6. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/html/eb202106.en.html#toc12>) (дата звернення: 12.11.2021).
5. Euro area 19 Debt of Non financial corporations as a ratio of GDP. URL: [https://sdw.ecb.europa.eu/browseTable.do?REF\\_SECTOR=S11&COUNTERPART\\_AREA=W0&UNIT\\_MEASURE=XDC\\_R\\_B1GQ\\_CY&INSTR\\_ASSET=FPT&node=9689710&FREQ=Q&ACCOUNTING\\_ENTRY=L&CONSOLIDATION=N&DATASET=0&STO=LE&SERIES\\_KEY=332.QSA.Q.N.I8.W0.S11.S1.N.L.LE.FPT.T.\\_Z.XDC\\_R\\_B1GQ\\_CY.\\_T.S.V.N.\\_T](https://sdw.ecb.europa.eu/browseTable.do?REF_SECTOR=S11&COUNTERPART_AREA=W0&UNIT_MEASURE=XDC_R_B1GQ_CY&INSTR_ASSET=FPT&node=9689710&FREQ=Q&ACCOUNTING_ENTRY=L&CONSOLIDATION=N&DATASET=0&STO=LE&SERIES_KEY=332.QSA.Q.N.I8.W0.S11.S1.N.L.LE.FPT.T._Z.XDC_R_B1GQ_CY._T.S.V.N._T). (дата звернення: 12.11.2021).
6. Euro area 19 Debt securities and loans of Non financial corporations as a ratio of GDP. URL: [https://sdw.ecb.europa.eu/print.do?printType=full&SERIES\\_KEY=332.QSA.Q.N.I8.W0.S11.S1.C.L.LE.F3T4.T.\\_Z.XDC\\_R\\_B1GQ\\_CY.\\_T.S.V.N.\\_T&node=qview](https://sdw.ecb.europa.eu/print.do?printType=full&SERIES_KEY=332.QSA.Q.N.I8.W0.S11.S1.C.L.LE.F3T4.T._Z.XDC_R_B1GQ_CY._T.S.V.N._T&node=qview) (дата звернення: 12.11.2021).
7. European Commission. Alert mechanism report 2021. P. 25-26. URL: [https://ec.europa.eu/eurostat/documents/16624/9862137/2021\\_alert\\_mechanism\\_report\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/eurostat/documents/16624/9862137/2021_alert_mechanism_report_en.pdf) (дата звернення: 12.11.2021).
8. European Commission. Debt Sustainability Monitor 2020. Institutional Paper 143. Brussels: 2021. P. 87.
9. Gourinchas P.-O., Kalemli-Özcan S., Penciakova V., Sander N. COVID-19 and SME failures. NBER Working Paper. 2020. No. 27877. P. 1-62.
10. IMF. Financial vulnerabilities by sector and by region. Global Financial Stability Report. 2021. P. 32.
11. Jordà Ò., Kornejew, M., Schularick, M., Taylor, A. M. Zombies at Large? Corporate Debt Overhang and the Macroeconomy. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports. 2020. No. 951. P. 1-46.
12. Kalemli-Ozcan S., Laeven L., Moreno D. Debt overhang, rollover risk, and corporate investment: Evidence from the European crisis. NBER Working Paper. 2020. No. 24555. P. 1-43.
13. Myers S. C. Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*. 1977. Vol. 9. P. 147–176.
14. Schularick M. Corporate indebtedness and macroeconomic stabilisation from a long-term perspective. *ECB Forum on Central Banking*. 2021. P. 1-28.