

С. А. Лондар, О. С. Лондар

**МОЖЛИВОСТІ ТРАНСФОРМАЦІЇ
СУЧАСНОЇ БОРГОВОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ**

У статті розглядаються можливості вдосконалення боргової політики України на сучасному етапі. Ряд ознак вказує на критичне боргове навантаження, зумовлене передусім використанням запозичень для фінансування від'ємних балансів державних підприємств, котрі виникли внаслідок проведення останніми квазіфіскальних операцій. Здійснена у 2015 р. реструктуризація частини зовнішнього державного боргу дає лише тимчасове послаблення, в довгостроковій перспективі боргове навантаження посилюватиметься, якщо кардинально не змінити підходи до формування вітчизняної боргової політики. З метою визначення найпридатнішого для умов України типу боргової політики застосовано аналіз її типів у рамках класифікації, запропонованої Міжнародним валютним фондом. МВФ виокремлює три її типи: бюджетного стимулювання, бюджетної консолідації та фінансового придушення — залежно від рівня боргового навантаження та можливостей наповнення доходної частини бюджету. Проведено аналіз боргоутворювальних факторів, макроекономічних і бюджетних показників України, оцінено критичне щодо можливостей національної економіки боргове навантаження за допомогою моделі боргової кривої Лаффера. Показано, що для підвищення ефективності державної боргової політики її варто здійснювати в рамках політики фінансового придушення. Зазначено, що в цій моделі боргової політики слабкою ланкою є забезпечення доступних банківських кредитів для вітчизняних підприємств. Підкреслено, що важливою властивістю такої політики має бути також її ризикоорієнтованість. Із використанням методики боргової стійкості, розробленої МВФ, побудовано "теплову матрицю" боргових ризиків України для 2015 р.

Ключові слова: боргова політика, боргова крива Лаффера, державний борг України.

Рис. 6. Табл. 2. Літ. 20.

С. А. Лондарь, А. С. Лондарь

**ВОЗМОЖНОСТИ ТРАНСФОРМАЦИИ
СОВРЕМЕННОЙ ДОЛГОВОЙ ПОЛИТИКИ В УКРАИНЕ**

В статье рассматриваются возможности совершенствования долговой политики Украины на современном этапе. Ряд признаков указывает на критическую долговую нагрузку, обусловленную прежде всего использованием заимствований для финансирования отрицательных балансов государственных предприятий, возникших вследствие проведения последних квазифискальных операций. Осуществленная в 2015 г. реструктуризация части внешнего государственного долга дает лишь временное послабление, в долгосрочной перспективе долговая нагрузка будет усиливаться, если кардинально не изменить подходы к формированию отечественной долговой политики. С целью определения наиболее подходящего для условий Украины типа долговой политики применен анализ ее типов в рамках классификации, предложенной Международным валютным фондом. МВФ выделяет три ее типа: бюджетного стимулирования, бюджетной консолидации и финансового подавления — в зависимости от уровня долговой нагрузки и возможностей наполнения доходной части бюджета. Проведен анализ долгообразующих факторов, макроекономических и бюджетных показателей Украины, оценена критическая относительно возможностей национальной экономики долговая нагрузка с помощью модели долговой кривой Лаффера. Показано, что для повышения эффективности государственной долговой политики ее следует осуществлять в рамках политики финансового подавления. Отмечено, что в этой модели долговой политики слабым

© Лондар С. А., Лондар О. С., 2016

звеном является обеспечение доступных банковских кредитов для отечественных предприятий. Подчеркнуто, что важным свойством такой политики должна быть также ее рискоориентированность. С использованием методики долговой устойчивости, разработанной МВФ, построена “тепловая матрица” долговых рисков Украины для 2015 г.

Ключевые слова: долговая политика, долговая кривая Лаффера, государственный долг Украины.

Sergij Londar, Oleksij Londar

POSSIBILITIES OF IMPROVEMENT OF UKRAINIAN DEBT POLICY

In the article the possibility of improving the debt policy of Ukraine today. A number of signs point to a critical debt load, which is primarily caused by the use of debt to finance the negative balance of public enterprises, which have arisen as a result of recent quasi-fiscal operations. Completed in 2015 restructuring of foreign debt provides only a temporary weakening in the long term, the debt burden will increase if not fundamentally change the approach to the formation of national debt policy. To determine the most suitable type for the conditions of Ukraine debt policy applied its analysis types within the classification proposed by the International Monetary Fund. IMF distinguishes its three types: fiscal stimulus, fiscal consolidation and financial repression - depending on the level of debt burden and the possibilities of filling the budget revenues. The article analyzes borhoutvoryuvalnyh factors, macroeconomic and fiscal indicators of Ukraine, rated critical on the possibilities of national economic leverage on the model of the debt Laffer curve. It is shown that to improve its public debt policy should be carried out in the framework of financial repression. It is noted that in this model the weak link debt policy is to ensure available bank loans to domestic enterprises. Emphasized that an important feature of this policy should also be ryzykooryentovanist it. With the use of debt sustainability methodology developed by the IMF, built “heat matrix” debt risks for Ukraine in 2015

Keywords: debt policy, debt Laffer curve, state debt of Ukraine.

JEL classification: H61, H63, H68, H81.

Стан боргової сфери як складової державних фінансів України у 2016 р. залишається доволі складним. Боргове навантаження (відношення суми державного й гарантованого державою боргу до ВВП) у 2015 р. і далі зростало з 70,3 % ВВП у 2014 р. до 79,4 % ВВП на кінець 2015 р. Цей показник істотно перевищує критичний рівень у 60 % ВВП, визначений у Бюджетному кодексі України. Помітно збільшилися також видатки на обслуговування державного боргу — з 13,4 % загального обсягу дохідної частини державного бюджету у 2014 р. до 15,8 % у 2015 р., що обмежує можливості бюджетного фінансування актуальних соціально-економічних завдань.

У Постанові Верховної Ради України “Про забезпечення фінансової стабілізації в Україні в рамках виконання програми Міжнародного валютного фонду “Механізм розширеного фінансування”” наголошено на необхідності розроблення Кабінетом Міністрів України плану заходів щодо приведення загального обсягу державного боргу та гарантованого державою боргу у відповідність із вимогами, встановленими Бюджетним кодексом України [1]. Отже, дослідження шляхів зниження боргового навантаження за рахунок удосконалення боргової політики має велике значення.

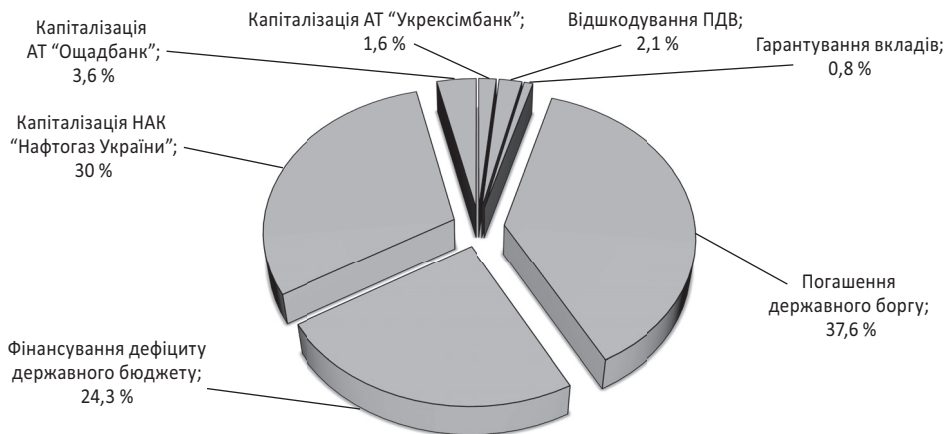
Попри вагомий доробок вітчизняних і зарубіжних учених з окресленої проблематики, таких як В. Башко, К. Кузнецов, С. Лондар, Н. Рубіні, Дж. Стігліц, В. Федосов [2—6], наукові дослідження в напрямі вдосконалення

боргової політики в Україні, котрі дадуть змогу розв'язати боргові проблеми в умовах нестабільності глобальної економіки, динамічної зміни кон'юнктури на ринку державних запозичень, високої волатильності національної економіки, залишаються актуальними.

Метою статті є встановлення, в рамках класифікації МВФ, типу боргової політики, на яку варто орієнтуватися та котру слід імплементувати в умовах, що на сьогодні склалися в Україні, а також обґрунтування першочергових заходів, що сприятимуть виникненню тенденції до зменшення боргового навантаження.

Основними боргоутворювальними факторами в новому циклі кризових явищ починаючи з 2014 р., як видно зі структури державних запозичень за функціональною ознакою в цьому ж році (рис. 1), стали: 1) необхідність фінансування бюджетного дефіциту (на такі цілі витрачено 24,3 % обсягу запозичень); 2) потреба в погашенні державного боргу, для котрого настав встановлений строк (37,6 %); 3) необхідність фінансування інших потреб сфери державних фінансів, зокрема капіталізації НАК “Нафтогаз України”, державних банків (близько 38,1 %). До речі, саме останній фактор головним чином зумовив уже згадуване стрімке нарощення боргового навантаження у 2014 р., до 70,3 % ВВП.

З метою зменшення боргового навантаження й видатків на обслуговування державного боргу на найближчий середньостроковий період у 2015 р. було здійснено реструктуризацію частини зовнішнього державного боргу. А вже боргове навантаження, зафіксоване на кінець 2015 р., істотно перевищує критичну межу 60 % ВВП, визначену Бюджетним кодексом України, а майже 16 %



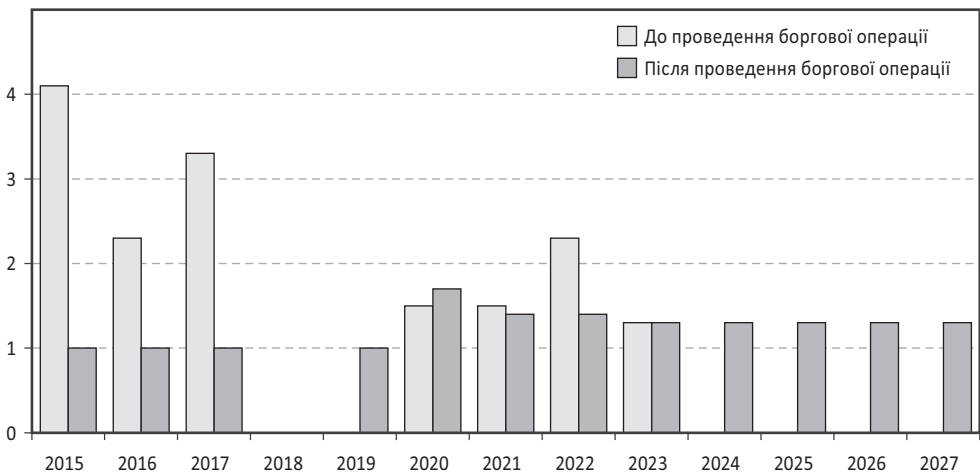
Джерело: Статистична інформація щодо боргу / Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua/news/borg>.

Рис. 1. Структура державних запозичень у 2014 р. за функціональною ознакою (загальний фонд державного бюджету України)

доходів бюджету, витрачених на сплату процентів за позиками, звужують можливості фінансування соціально-економічних програм. Як показує рис. 2, унаслідок проведеної боргової операції обсяг необхідних погашень державного боргу у 2015—2017 рр. скоротився за рахунок перенесення цих погашень на період після 2023 р.

Водночас зазначена боргова операція дає лише тимчасове послаблення — в довгостроковій перспективі боргове навантаження посилюється. За умовами укладеної угоди, український уряд повинен виплатити впродовж 2019—2027 рр. 80 % номінальної суми боргу, при цьому річна ставка обслуговування збільшилася на 0,5 %, до 7,75 %. Замість списаних 3,6 млрд дол. США уряд протягом 20 років виплачуватиме ВВП-варанти на таких умовах: якщо темпи реального зростання ВВП перевищуватимуть 3 або 4 %, то віддаватиметься 15 чи 40 % номінального приросту ВВП відповідно. Вартість ВВП-варантів на сьогодні важко обчислити, оскільки вона не враховується в обсязі державного боргу, тому насправді звітні показники останнього є заниженими.

За таких обставин необхідно змінювати підходи до формування національної боргової політики як напряму діяльності уряду, що реалізується через визначений комплекс заходів, націлених на раціональну й ефективну мобілізацію, розподіл, використання й повернення державою запозичених фінансових ресурсів. Кінцевою метою боргової політики має бути досягнення пріоритетних економічних, політичних, соціальних цілей та забезпечення економічної безпеки.



Джерело: Статистична інформація щодо боргу / Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua/news/borg>.

Рис. 2. Порівняльна оцінка обсягів погашення державного боргу до та після боргової операції 2015 р., млрд дол. США

Світова фінансова думка пропонує певні рецепти трансформації боргової політики для країн із різним рівнем боргового навантаження і станом економіки в межах загальної післякризової (починаючи з 2008 р.) тенденції підвищення ризикоорієнтованості боргової політики та запровадження фіскальних правил нового покоління. Під ризикоорієнтованістю державної боргової політики розуміється підхід, за якого обмежені організаційні, фінансові, людські ресурси зосереджуються на найвищих боргових ризиках для ефективної протидії їм.

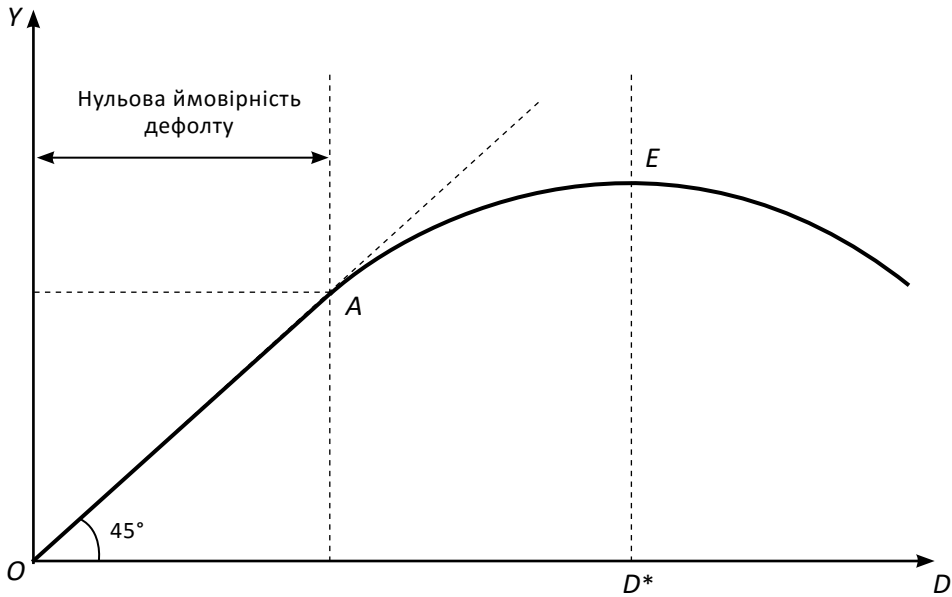
МВФ визначає три типи боргової політики залежно від рівня боргового навантаження та можливостей наповнення дохідної частини бюджету [7]:

1) бюджетного стимулювання, коли позики витрачаються на інвестування. Політика такого типу застосовується для країн із невисоким борговим і податковим навантаженням;

2) бюджетної консолідації, коли уряд синхронно збільшує податкове навантаження та зменшує видатки бюджету, що призводить до скорочення дефіциту бюджету, потреби в нових запозиченнях і, як наслідок, до стабілізації обсягу боргу, а згодом його зниження. Політика цього типу підходить для держав із високим борговим та помірним податковим навантаженням, котре можна варіювати. У посткризовий період після 2007 р. використанню цієї моделі віддали перевагу більшість членів ЄС, зокрема країни еврозони;

3) фінансового придушення, коли уряд та інші регулятори заморозують видатки бюджету, збільшують інфляцію та створюють умови для “дешевих” кредитів (їхня ставка дещо вища за рівень інфляції). Унаслідок цього реальне споживання зменшується, зростають доходи бюджету за рахунок примноження надходжень від ПДВ, акцизів, а також розширення реального сектору економіки через дешеве кредитування й, відповідно, інвестування. Дефіцит бюджету та потреба в нових запозиченнях скорочуються, отже, обсяг боргу стабілізується, а згодом знижується. Такий варіант прийнятний для країн із великим борговим і чималим податковим навантаженням, котре вже немає куди збільшувати. Як показує міжнародний досвід, модель фінансового придушення була застосована у США після Другої світової війни та виявилася досить ефективною. На сучасному етапі цю модель вдало використано в Лівані [8].

Щоб виявити придатну для конкретних вітчизняних умов модель боргової політики, потрібно спочатку оцінити економічно критичний рівень боргового навантаження (максимальний рівень, припустимий для певних економічних умов). Одним із методів визначення такого боргового навантаження є його оцінювання за допомогою так званої боргової кривої Лаффера (рис. 3). Економічний зміст цієї кривої полягає в тому, що надлишковість боргового (як і податкового) навантаження на економіку, тобто перевищення ним встановленої межі, призводить до гальмування розвитку останньої. Початок такого гальмування за поступового збільшення боргового навантаження



Примітка. Вісь абсцис OY — темп зростання ВВП, вісь ординат OD — боргове навантаження (відношення обсягу боргу до ВВП).

Джерело: Suma F. D. The external debt crisis and its impact on economic growth and investment in Sub-Saharan Africa. A regional econometric approach of ECOWAS countries: doctoral thesis in economics / F. D. Suma. — Vienna, 2007. — 204 p.

Рис. 3. Боргова крива Лаффера

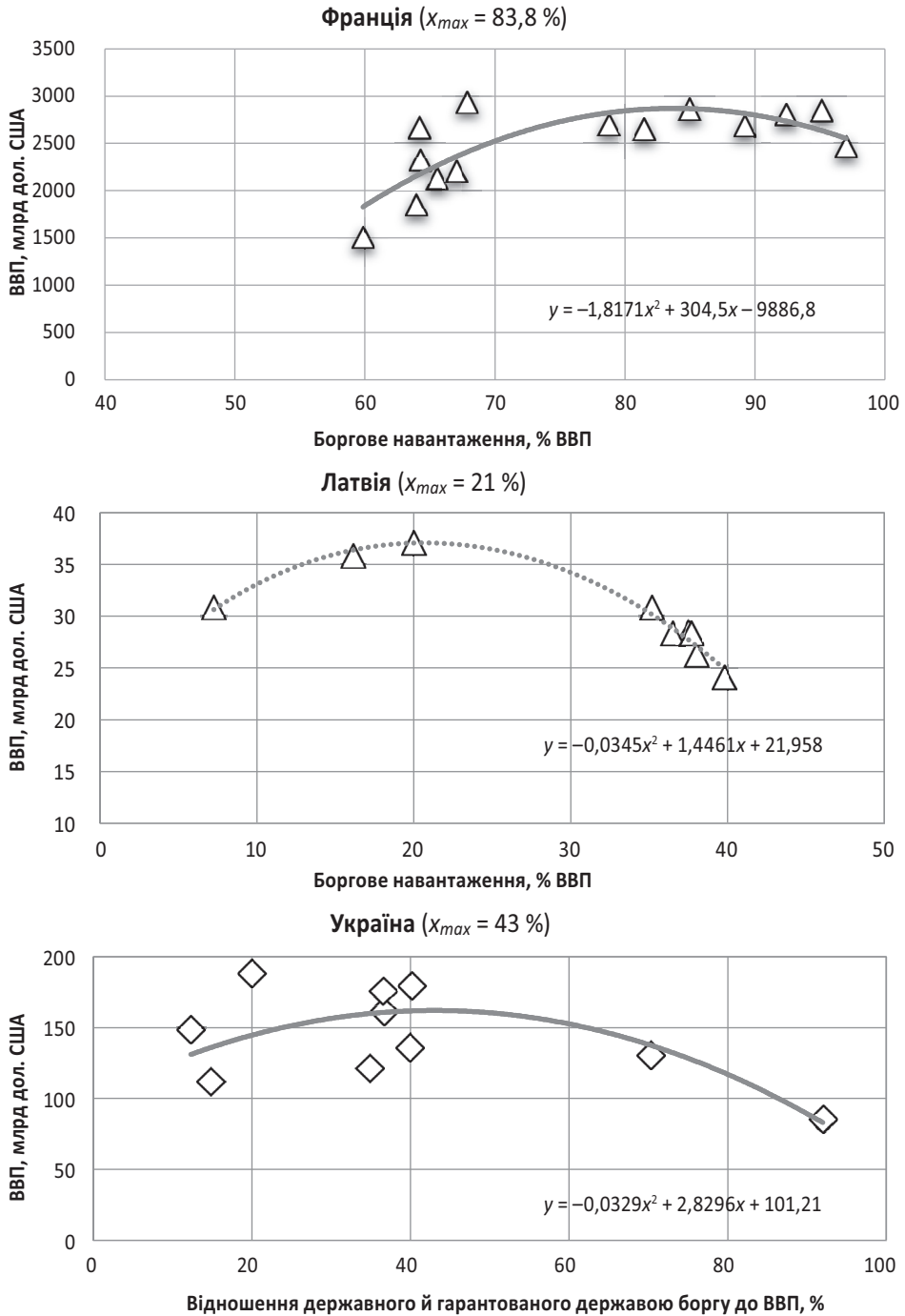
якраз відповідає критичному значенню останнього для певного економічного середовища.

Нами проведені відповідні дослідження в рамках моделі боргової кривої Лаффера. Для порівняння аналогічні розрахунки виконані для країн — “старих” і “нових” членів ЄС. Окремі результати дослідження показано на рис. 4.

Зауважимо, що теоретична модель наводиться в координатах “економічне зростання — боргове навантаження” [9, с. 30]. Однак практичні викладки зручніше подати в координатах “ВВП — боргове навантаження”. При цьому математично функції моделі й у тих, і в тих координатах пов’язані між собою як похідна та первісна відповідно. У разі нарощування боргового навантаження його критичне значення в першому випадку відповідає нульовому економічному зростанню, а в другому — максимальному показнику ВВП.

Перехід до координат “ВВП — боргове навантаження” пов’язаний із тим, що статистичні дані про динаміку ВВП для багатьох країн доступні на веб-сайті МВФ, причому для широкого кола держав вони вивірені з позицій єдиної методологічної бази.

Зазначимо також, що для побудови боргової кривої Лаффера необхідний достатній діапазон зміни боргового навантаження та ВВП, проте для низки країн через вплив глобальних кризових явищ він став таким лише після 2007 р.



Джерело: розраховано авторами.

Рис. 4. Боргові криві Лаффера в координатах “боргове навантаження — ВВП” для Франції, Латвії та України

На рис. 4 показано модельну залежність для Франції у 2002—2015 рр. Криву апроксимовано квадратичним рівнянням: $y = ax^2 + bx + c$, у вигляді: $y = -1,817x^2 + 304,5x - 9886,8$. Максимум кривої x_{max} відповідає значенню $-\frac{b}{2a}$, або $x_{max} = 83,8$ % ВВП.

Результати аналогічних розрахунків x_{max} для інших країн економічного ядра ЄС свідчать, що для Німеччини це значення становить 74,9 % ВВП, Іспанії — 78,2, Нідерландів — 61,2, Австрії — 82,3 % ВВП. Можна припустити, що загалом для держав — “старих” членів ЄС критичне боргове навантаження може бути оцінене як середня величина останнього для названих країн економічного ядра, котра сягає 76,1 % ВВП. Для більшості держав — “нових” членів ЄС взаємозв’язок “ВВП — боргове навантаження” теж був істотним. Так, x_{max} для Болгарії перебуває на рівні 22,3 % ВВП, Латвії — 21, Естонії — 10,6, Румунії — 52,8, Чехії — 38,1, Польщі — 51,5, Угорщини — 73 % ВВП. Середнє значення цього показника в названих країнах становить 38,5 % ВВП.

Аналогічні дослідження проведено для економіки України. У ході приведення моделі до необхідного вигляду (мається на увазі забезпечення її адекватності, відсутності гетероскедастичності й автокореляції) отримано, що критичною величиною боргового навантаження є значення 43 % ВВП. Отже, показник на кінець 2015 р. (79,4 % ВВП) істотно (майже вдвічі) перевищує критичний. Окрім того, можна констатувати, що показник України є ближчим до постсоціалістичних країн — членів ЄС, тому для нашої держави більш адаптивним може бути досвід трансформації боргової політики саме в цих країнах.

Зазначимо, що деякі вітчизняні дослідники, котрі вивчали питання критичного боргового навантаження в національній економіці, оцінювали економічно обґрунтований рівень державного й гарантованого державою боргу іншими методами та дійшли висновку, що він варіюється від 30 до 40 % ВВП [2]. Отриманий нами за допомогою моделі Лаффера показник 43 % ВВП близький до цих оцінок і підтверджує, що допустимий рівень боргового навантаження для економіки нашої держави є істотно нижчим за 60 % ВВП, як встановлено в Бюджетному кодексі України.

Вибір типу боргової політики з наведених МВФ передбачає також урахування стану податкової системи. Чергове податкове реформування в Україні відбулося наприкінці 2015 р., коли набрала чинності нова редакція Податкового кодексу України. При цьому частка тіньового сектору не зменшилася — за оцінками Міністерства економічного розвитку і торгівлі України, вона залишається на рівні 40 % ВВП. Отже, на сьогодні маємо ситуацію, коли й боргове, й податкове навантаження є доволі великим. Причому посилювати останнє надалі досить проблематично. Варто взяти до уваги також високий рівень інфляції: у 2015 р. він становив 43,3 %, а в 2016 р. очікується 12 %.

Таким чином, згідно з класифікацією МВФ, в Україні найдоцільніше застосовувати боргову політику фінансового придушення. Тоді основним

завданням для формування успішної боргової політики в межах відповідної моделі буде налагодження конструктивної взаємодії Міністерства фінансів та Національного банку України. Для НБУ важливо дати поштовх реальному кредитуванню національної економіки, котре наразі фактично повністю припинене, не в останню чергу через дії самого центробанку щодо санації низки банків та встановлення високої облікової ставки. На 4 березня 2015 р. вона сягала 30 %, поступово знизившись до 16,5 % на 24 червня 2016 р.

НБУ як головному регуляторві вітчизняної банкоцентрованої фінансової системи треба визначитися з умовами “дешевого” кредитування та істотно підвищити рівень довіри населення до фінансової системи. За інформацією НБУ, на руках у населення від 80 до 100 млрд дол. США.

Одним із заходів, що сприятиме виконанню цього завдання, є широке використання можливостей українських державних банків, провідними з яких є: Укрексімбанк, Ощадбанк і Укргазбанк. Упродовж 2015 р. частка таких фінансових установ у активах банківської системи зросла з 22 до 26 %, а в клієнтських коштах — з 21 до 25 %.

Досить дієвим інструментом поліпшення роботи банківської системи в постсоціалістичних країнах ЄС стали національні програми відновлення кредитування вітчизняних товаровиробників за рахунок середньострокового рефінансування, котрі передбачали використання в ролі ядра державних банків. Наприклад, в Угорщині [10], центральний банк у рамках надання дворічних “кредитів для зростання” провів у 2012 р. 13 тендерів, запропонував для розміщення через банківську систему близько 598,8 млрд форинтів “дешевих” кредитів, із яких на кінець 2014 р. освоєно 408 млрд форинтів. Кредити були надані банками для 11 960 підприємств малого й середнього бізнесу на умовах нульової процентної ставки рефінансування з боку Центрального банку Угорщини тим фінансовим установам, що погоджуються кредитувати підприємства під щонайбільше 2,5 % річних. На другому етапі програми, після 2014 р., центробанком здійснено подібне розміщення коштів у обсязі близько 2 трлн форинтів.

Очевидно, що в цьому напрямі повинні бути розроблені заходи і з боку Національного банку України.

Ще одним заходом, на нашу думку, може бути збільшення суми, яка відшкодовується українським Фондом гарантування вкладів фізичних осіб власникам депозитів у разі банкрутства фінансової установи, з 200 тис. принаймні до 400 тис. грн, з огляду на значну інфляцію протягом двох останніх років.

Важливим є також питання підвищення ризикоорієнтованості державної боргової політики в Україні. На сьогодні оцінювання й регулювання ризиків, що стосуються державного боргу, регламентується Постановою Кабінету Міністрів України “Про затвердження Порядку здійснення контролю за ризиками, пов’язаними з управлінням державним (місцевим) боргом” [11]. Аналіз методики контролю боргових ризиків, наведеної в цьому Порядку, засвідчив,

що вона є недостатньо дієвою, оскільки не передбачає затверджених діапазонів ризиків, де ризик визначався б як малий, середній, критичний (великий). Тому навіть після кількісної оцінки різних видів ризиків не зрозуміло, на що передусім звертати увагу та які заходи протидії розробляти.

У Методичних рекомендаціях щодо розрахунку рівня економічної безпеки України, затверджених Наказом Міністерства економічного розвитку і торгівлі України від 29.10.2013 № 1277 [12], міститься низка індикаторів, які використовуються для оцінювання боргової стійкості в рамках забезпечення державою боргової безпеки. Для цих індикаторів встановлено діапазони їх зміни — малий, середній і критичний. Проте чіткого зв'язку системи контролю ризиків, пов'язаних із державним боргом, передбачених у Наказі, із системою контролю, визначеною Порядком, немає.

Таким чином, на основі підходів, прийнятих в Україні, ризикоорієнтовану боргову політику розробити проблематично. І, власне, сучасний стан державного боргу великою мірою зумовлений відсутністю методологічних підходів до формування системи контролю боргових ризиків, адекватних економічній ситуації. Вочевидь, необхідно, в контексті гармонізації національної державної боргової політики з відповідною європейською, продумати стратегічні зміни до бюджетного законодавства та розпочати втілення методики МВФ [13], що застосовується всіма країнами — членами ЄС та базується на Стокгольмських принципах контролю за борговими ризиками [14]. Зазначені принципи передбачають нерозривність взаємодії механізмів контролю явних і умовних боргових зобов'язань та взаємоузгодження стратегічних і оперативних рішень на регіональному, національному й глобальному рівнях.

Методика МВФ [15] дає змогу оцінити зміну рівня боргового навантаження, потребу у фінансуванні та структуру боргу під впливом численних внутрішніх і зовнішніх чинників, котрі спричиняють різні види боргових ризиків. Оцінки відображаються у вигляді стандартизованих графіків і таблиць, зокрема “теплової матриці”, де результати оцінювання позначаються зонами червоного, жовтого й зеленого кольорів із високими, помірними та низькими ризиками боргової стійкості відповідно.

У табл. 1 наведено найважливіші індикатори боргових ризиків, які використовуються в методиці боргової стійкості МВФ: глобальні спреди ЕМВІ, необхідність бюджетного фінансування, частка державного боргу в іноземній валюті, зміна короткострокового державного боргу, державний борг, котрий належить нерезидентам, та ін.

Для країн, що розвиваються, зокрема України, межі ризиків є нижчими, ніж для розвинутих країн, за декількома позиціями. Так, для глобальних спредів ЕМВІ діапазон помірного ризику починається вже з показника 200 в. п., тоді як для розвинутих країн — з 400 в. п. Критична межа частки державного боргу в іноземній валюті становить 60 %. Для розвинутих країн такого ризику

Таблиця 1. Індикатори боргових ризиків, наведені в методиці боргової стійкості МВФ

Індикатори боргового профілю	Низький ризик	Помірний ризик	Високий ризик
<i>Країни, що розвиваються</i>			
Глобальні спреди ЕМВІ, в. п.	до 200	200—600	понад 600
Необхідність бюджетного фінансування, % ВВП	до 5	5—15	понад 15
Державний борг у іноземній валюті, %	до 20	20—60	понад 60
Зміна короткострокового державного боргу, % загальної суми боргу	до 0,5	0,5—1,0	понад 1,0
Державний борг, що належить нерезидентам, %	до 15	15—45	понад 45
<i>Розвинуті країни</i>			
Глобальні спреди ЕМВІ, в. п.	до 400	400—600	понад 600
Необхідність бюджетного фінансування, % ВВП	до 17	17—25	понад 15
Зміна короткострокового державного боргу, % загальної суми боргу	до 0,5	0,5—1,0	понад 1,0
Державний борг, що належить нерезидентам, %	до 30	30—45	понад 45

Джерело: складено за: Staff guidance note for public debt sustainability analysis in market-access countries / International Monetary Fund. — 2013. — May 9 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/050913.pdf>.

не існує. Для державного боргу, який належить нерезидентам, діапазон помір-ного ризику починається з 15 % загального обсягу. Для розвинутих країн ця величина становить 30 %.

На основі методики МВФ будується так звана теплова матриця боргових ризиків, котра є дуже інформативним індикатором боргової стійкості та показує, на які саме напрями потрібно спрямувати зусилля в першу чергу.

Фахівці МВФ проаналізували ризики державного боргу в Україні у 2014 р. Відповідна “теплова матриця” наведена на рис. 5 [16].

Горизонти “рівень державного боргу щодо ВВП”, “валова потреба у фінансуванні”, “структура боргу” мали у 2014 р. для боргу України високий рівень ризику в разі реалізації практично всіх можливих чинників впливу. Горизонт “структура боргу” був нечутливим лише до здійснення ризику зміни частки короткострокового боргу.

Сформуємо “теплову матрицю” боргових ризиків України для 2015 р. Так, у 2014 р. зростання державного боргу становило 466,8 млрд грн, у 2015 р. — 386,8 млрд грн, відповідне збільшення гарантованого боргу — 49,2 млрд і 84,1 млрд грн. В Україні, при розмірі ВВП 1566,7 млрд грн у 2014 р. та 1980 млрд грн у 2015 р., показник приросту державного й гарантованого державою боргу становив: за підсумками 2014 р. — 33 % ВВП, 2015 р. — 23,8 % ВВП [17].

Розглянемо горизонти “рівень боргу щодо ВВП” та “валова потреба у фінансуванні” в розрізі збурювального впливу на них окремих факторів у “тепловій матриці”, рекомендованій МВФ.

Рівень боргу щодо ВВП	Шок зростання реального ВВП	Шок первинного балансу бюджету	Шок реальної процентної ставки	Шок обмінного курсу	Шок умовних зобов'язань
Валова потреба у фінансуванні	Шок зростання реального ВВП	Шок первинного балансу бюджету	Шок реальної процентної ставки	Шок обмінного курсу	Шок умовних зобов'язань
Структура боргу	Сприйняття ринку	Потреба в зовнішніх запозиченнях	Зміна частки короткострокового боргу	Обсяг державного боргу без урахування нерезидентів	Обсяг державного боргу в іноземній валюті

Примітка: – червоний колір, – зелений колір.

Джерело: Ukraine. IMF Country Report No. 15/69 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2015/cr1569.pdf>.

Рис. 5. “Теплова матриця” МВФ для боргових ризиків України у 2014 р.

Вплив темпу зростання ВВП. Зниження реального ВВП за підсумками 2014 р. становило 6,6 %, 2015 р. — близько 10,5 % [17]. Боргове навантаження внаслідок дії цього фактора у 2015 р. посилилося більше, ніж у 2014 р., коли цей вплив, за оцінками МВФ, мав “червоний” рівень. Можна зробити висновок, що у 2015 р. спостерігався такий самий рівень. Вплив темпу зростання ВВП на валову потребу у фінансуванні державного бюджету у 2014 р., за оцінками МВФ, мав “червоний” рівень. Різке зниження реального ВВП у 2015 р. погіршує, порівняно з 2014 р., виконання дохідної частини бюджету, тобто підвищує бюджетний ризик. Тому у 2015 р. залишається “червоний” рівень впливу.

Вплив первинного балансу бюджету. Згідно з Додатком 2 до Закону України “Про Державний бюджет України на 2016 рік”, пояснювальною запискою до проекту бюджету на 2016 р., звітом Державної казначейської служби України про виконання бюджету у 2015 р., валова потреба у фінансуванні державного бюджету у 2014 р. становила 12,9 % ВВП, а в 2015 р. — 5,9 % ВВП. Зниження цього показника зумовлене зменшенням первинного балансу бюджету. Як бачимо з табл. 1, показник необхідності бюджетного фінансування відповідає “жовтому” рівню. Отже, впливу первинного балансу бюджету на зростання боргового навантаження та потребу у фінансуванні можна присвоїти “жовтий” рівень.

Вплив реальної процентної ставки. Рівень інфляції в нашій державі у 2015 р. сягнув 43,3 %. При цьому облікова ставка Національного банку України протягом 2013—2014 рр. зростає з 14 % у листопаді 2014 р. до 30 % у березні 2015 р. З вересня 2015 р. цей показник дещо зменшився, проте залишався до кінця року на високому рівні — 22 %. Зазначене істотно обмежило функціонування ринку позикового капіталу та ускладнило реалізацію грошово-кредитної

політики загалом. Оскільки в “тепловій матриці”, наведеній МВФ у 2014 р., цей показник був критичним (червоного кольору), а його дія на боргову сферу у 2015 р. посилилася, залишаємо позиції матриці щодо впливу процентної ставки на рівень боргового навантаження та потребу у фінансуванні “червоними”.

Вплив обмінного курсу. Протягом 2015 р. девальвація гривні сягала 52,2 %, що спричинило нарощення державного боргу приблизно на 400 млрд грн, або близько 25,5 % ВВП. При цьому слід зазначити, що у 2015 р. тенденції девальвації національної валюти стали продовженням процесів, котрі розпочалися у 2014 р. Вплив цього фактора на рівень боргу щодо ВВП і валову потребу у фінансуванні лише посилювався порівняно з 2014 р. Тому такі позиції “тепловій матриці” залишаються в червоному кольорі.

Вплив умовних зобов'язань. Частка гарантованого державою боргу в загальному обсязі боргу у 2014 р. становила 14 %, збільшившись у 2015 р. до 15,1 %. Нарощування гарантованого державою боргу на тлі скорочення ВВП у 2015 р. зумовлює посилення боргового навантаження та підвищує потребу у фінансуванні. Тому ці позиції залишаються на “червоному” рівні.

Розглянемо горизонт “структура боргу” в розрізі впливу його окремих складових.

Сприйняття ринку. Ця позиція матриці МВФ у 2014 р. була визначена на рівні критичного показника. Внутрішній борговий ринок забезпечив 48,7 % запозичень у структурі державного боргу. У 2015 р. цей показник зменшився до 38,1 %, що свідчить про погіршення сприйняття ринку. Отже, позиція залишається в червоному кольорі.

Потреба в зовнішніх запозиченнях. У матриці МВФ для 2014 р. ця позиція позначена червоним кольором. При цьому потреба в зовнішніх запозиченнях становила: у 2014 р. — 2,1 млрд дол. США, у 2015 р. — 5,1 млрд дол., а отже, залишається червоною.

Зміна частки короткострокового боргу. З огляду на те, що частка короткострокового боргу на кінець 2015 р. дорівнювала лише 0,53 % загального обсягу державного й гарантованого державою боргу (у 2014 р. — 0,77 %), колір цієї позиції — зелений.

Обсяг державного боргу без урахування нерезидентів. У 2014 р. він дорівнював понад 51,3 % загального обсягу боргу (червоний колір), а в 2015 р. збільшився до 61,9 % (червоний колір).

Обсяг державного боргу в іноземній валюті. У 2015 р. він сягнув 60 %. Відповідно до табл. 1, ця позиція матиме червоний колір.

Отже, аналіз боргової стійкості України протягом 2014—2015 рр. свідчить про критичний ступінь впливу на сферу державного боргу факторів зростання реального ВВП, реальної процентної ставки, обмінного курсу, умовних зобов'язань, потреби в зовнішніх запозиченнях, сприйняття ринку та обсягу державного боргу в іноземній валюті (рис. 6). Середній ступінь впливу має фактор первинного балансу бюджету, низький — фактор короткострокового боргу.

Рівень боргу щодо ВВП	Шок зростання реального ВВП	Шок первинного балансу бюджету	Шок реальної процентної ставки	Шок обмінного курсу	Шок умовних зобов'язань
Валова потреба у фінансуванні	Шок зростання реального ВВП	Шок первинного балансу бюджету	Шок реальної процентної ставки	Шок обмінного курсу	Шок умовних зобов'язань
Структура боргу	Сприйняття ринку	Потреба в зовнішніх запозиченнях	Зміна частки короткострокового боргу	Обсяг державного боргу без урахування нерезидентів	Обсяг державного боргу в іноземній валюті

Примітка: – червоний колір, – жовтий колір, – зелений колір.

Джерело: побудовано на основі авторських розрахунків.

Рис. 6. “Теплова матриця” для боргових ризиків України у 2015 р.

У табл. 2 наведено прогнозну оцінку до 2020 р., надану МВФ у 2014 р., щодо дії боргоутворювальних чинників на зміну валового боргу державного сектору України [16]. Так, у 2014 р. основними з них були: вплив обмінного валютного курсу та зростання реального ВВП, а також інші чинники, що збігається з нашими оцінками.

В Україні, в контексті переходу до методики МВФ, необхідно запровадити стандартне стрес-тестування, яке передбачатиме автоматичну перевірку середньострокової стратегії управління державним боргом, зокрема базового сценарію зміни боргового навантаження, шляхом зміни складу заходів боргової політики та зміни чинників, що визначають економічні можливості країни [18]. Таке тестування дає змогу визначити взаємозв'язки між факторами, що

Таблиця 2. Оцінка впливу боргоутворювальних чинників на зміну валового боргу державного сектору України за методикою МВФ, % ВВП

Чинник	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Зміна валового боргу державного сектору	3,1	32,1	21,4	-1,5	-3,7	-5,6	-6,0	-6,4
Первинний дефіцит	2,3	1,2	-1,1	-1,4	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6
Вплив реальної процентної ставки	1,7	-0,3	-9,7	-2,8	-1,5	-0,2	0,6	0,6
Дія зростання реального ВВП	0,1	2,7	3,3	1,7	-2,9	-3,2	-3,0	-2,8
Вплив обмінного валютного курсу	0,9	23,2	12,3	-	-	-	-	-
Інші виявлені боргоутворювальні потоки	0,5	8,0	9,8	1,7	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6
Залишок, включаючи зміни активів	-2,3	-2,5	6,8	2,8	2,8	-0,2	-1,4	-2,0

Джерело: складено за: Ukraine. IMF Country Report No. 15/69 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2015/cr1569.pdf>.

впливають на динаміку державного боргу, та достовірніше оцінити вартість запозичень і ризиків, пов'язаних із борговим портфелем.

Важливо також використовувати сучасні, ефективні методи прогнозування, у т. ч. ті, котрі вже діють у країнах — членах ЄС. Так, у основу аналізу боргової стійкості (DSA) покладено детерміновані та стохастичні методи. Більше того, за вимогами Європейського Союзу уряди країн-членів при прогнозуванні боргового навантаження застосовують одночасні розрахунки за обома цими методами. Останні прогнози у сфері боргової політики в ЄС на період до 2024 р. побудовано з використанням вказаних методів, які в різних сценаріях доповнюють один одного і тим самим підвищують якість розрахунків [19].

З метою поліпшення ситуації з державним боргом в Україні в найближчій перспективі доцільно зробити ряд практичних кроків.

По-перше, треба забезпечити вибір типу боргової політики відповідно до теперішнього вітчизняного економічного середовища. Найбільш адекватною, відповідно до термінології МВФ, є політика фінансового придушення, котра передбачає тісне співробітництво Міністерства фінансів і Національного банку України щодо підтримання контрольованої інфляції, надання “дешевих” кредитів для суб'єктів господарювання та забезпечення стабільного тренду піднесення економіки. У такому разі дефіцит поступово зменшується внаслідок заморожування рівня видатків і збільшення доходів бюджету за рахунок як непрямих податків (ПДВ, акцизного), так і хоча й невеликого, але зростання економіки. Скорочення дефіциту бюджету зменшує потребу в запозиченнях, боргове навантаження стабілізується та згодом зменшується.

Передумовами застосування боргової політики фінансового придушення в Україні є: велике боргове навантаження, яке майже вдвічі перевищує економічно критичний рівень; відсутність можливості надалі посилювати податкове навантаження; високий рівень інфляції.

По-друге, щоби боргова політика була також ризикоорієнтованою, тобто передбачала концентрацію обмежених управлінських, людських, фінансових, організаційних ресурсів на напрямках найбільших ризиків, необхідно перейти на методологію боргової стійкості МВФ, котру країни — члени ЄС застосовують із 2012 р. і яка включає використання, поряд із іншими методами, “теплової матриці” — універсального, багатогранного, триступеневого індикатора боргових ризиків. Останній дає змогу комплексно оцінити найбільші загрози для сфери державного боргу та врахувати можливості протидії їм у конкретних умовах.

По-третє, побудована “теплова матриця” для національної економіки 2015 р. і аналіз боргових ризиків показують, що найнебезпечнішими ризиками залишаються валютний та бюджетний. У цьому контексті варто внести зміни до Порядку розроблення Середньострокової стратегії управління державним боргом і контролю за її реалізацією, затвердженого постановою Кабінету Міністрів України від 27.10.2010 № 978 [20], у частині обов'язковості

проведення стрес-тестування системи управління державним боргом на предмет витрат і ризиків, а також спроможності держави забезпечувати себе позиковими ресурсами в разі розгортання кризових явищ.

Список використаних джерел

1. Про забезпечення фінансової стабілізації в Україні в рамках виконання програми Міжнародного валютного фонду “Механізм розширеного фінансування” : постанова Верховної Ради України від 17.09.2015 № 703-VIII [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/703-19>.
2. Лондар С. А. Рівень боргового навантаження державних фінансів в Україні / С. А. Лондар, В. Й. Башко // Фінанси України. — 2013. — № 1. — С. 22—31.
3. Лондар С. А. Співробітництво України та МВФ як фактор макрофінансової стабілізації / С. А. Лондар, К. В. Кузнецов // Фінанси України. — 2015. — № 4. — С. 48—66.
4. Рубини Н. Как я предсказал кризис: экстренный курс подготовки к будущим потрясениям / Н. Рубини, М. Стивен ; пер. с англ. В. В. Ильина. — М. : Эксмо, 2011. — 384 с. — (Экономика: мировые тенденции).
5. Стиглиц Дж. Крутое пике: Америка и новый экономический порядок после глобального кризиса / Дж. Стиглиц ; пер. с англ. В. Лопатка. — М. : Эксмо, 2011. — 512 с. — (Экономика: мировые тенденции).
6. Федосов В. М. Управління державним боргом у контексті ризик-менеджменту / В. М. Федосов, О. А. Колот // Фінанси України. — 2008. — № 3. — С. 3—33.
7. Coping with high debt and sluggish growth // World Economic Outlook. — 2012. — Oct. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/02/pdf/text.pdf>.
8. Фингер Х. Снижение государственного долга / Х. Фингер, А. Садилов // Финансы и развитие. — 2010. — Вып. 47. — № 2. — С. 36—38.
9. Suma F. D. The external debt crisis and its impact on economic growth and investment in Sub-Saharan Africa. A regional econometric approach of ECOWAS countries: doctoral thesis in economics / F. D. Suma. — Vienna, 2007. — 204 p.
10. Banks disburse HUF 408 bln in loans through Funding for Growth Scheme [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://bbj.hu/business/banks-disburse-huf-408-bln-in-loans-through-funding-for-growth-scheme_89101.
11. Про затвердження Порядку здійснення контролю за ризиками, пов'язаними з управлінням державним (місцевим) боргом : постанова Кабінету Міністрів України від 01.08.2012 № 815 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/en/815-2012-п>.
12. Про затвердження Методичних рекомендацій щодо розрахунку рівня економічної безпеки України : наказ Міністерства економічного розвитку і торгівлі України від 29.10.2013 № 1277 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/ME131588.html.
13. Staff guidance note for public debt sustainability analysis in market-access countries / International Monetary Fund. — 2013. — May 9 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/050913.pdf>.
14. Guiding Principles for Managing Sovereign Risk and High Levels of Public Debt / International Monetary Fund [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.imf.org/external/np/mcm/stockholm/principles.htm>.
15. Удосконалення управління державними фінансами та реформування податкової системи України : монографія / А. М. Соколовська, Р. Л. Балакін, В. Й. Башко та ін. ; за ред. Т. І. Єфименко ; ДННУ “Акад. фін. упр.”. — К., 2015. — 446 с.
16. Ukraine. IMF Country Report No. 15/69 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2015/cr1569.pdf>.
17. Статистична інформація щодо боргу / М-во фінансів України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua/news/borg>.

18. Stress testing in the Debt Sustainability Framework (DSF) for Low-Income Countries / The World Bank [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://siteresources.worldbank.org/INTDEBTDEPT/Resources/468980-1172763902832/StressTestingDSF.pdf>.

19. Assessing Public Debt Sustainability in EU Member States : A Guide / European Commission [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2014/pdf/ocp200_en.pdf.

20. Порядок розроблення Середньострокової стратегії управління державним боргом і контролю за її реалізацією : затв. постановою Кабінету Міністрів України від 27.10.2010 № 978 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/978-2010-п>.

References

1. Verkhovna Rada of Ukraine. (2015). *Pro zabezpechennya finansovoyi stabilizatsiyi v Ukraini v ramkax vy'konannya prohramy` Mizhnarodnoho valyutnoho fondu "Mexanizm rozshy'renoho finansuvannya"* [On ensuring financial stability in Ukraine within the framework of the program of the International Monetary Fund "mechanism EFF"] (Decree № 703-VIII, September 17). Retrieved from <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/703-19> [in Ukrainian].

2. Londar, S. L., Bashko, V. J. (2013). Riven` borhovoho navantazhennya derzhavny`x finansiv v Ukraini [The level of debt burden of public finance in Ukraine]. *Finansy` Ukrainy`* [Finance of Ukraine], 1, 22–31 [in Ukrainian].

3. Londar, S. L., Kuznyecov, K. V. (2015). Spivrobitny`ctvo Ukrainy` ta MVF yak faktor makrofinansovoyi stabilizatsiyi [Cooperation between Ukraine and the IMF as a factor in macro-financial stabilization]. *Finansy` Ukrainy`* [Finance of Ukraine], 4, 48–66 [in Ukrainian].

4. Rubini, N., Stiven, M. (2011). *Kak ya predskazal krizis: e`kstreyny`j kurs podgotovki k budushhim potryaseniyam* [As I predicted the crisis: emergency training to future shocks]. Moskva: E`ksmo [in Russian].

5. Stiglitz, J. E. (2011). *Freefall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy*. New York, NY: W.W. Norton & Company.

6. Fedosov, V. M., Kolot, O. A. (2008). Upravlinnya derzhavny`m borhom u konteksti ry`zy`k-menedzhmentu [Public debt management in the context of risk management]. *Finansy` Ukrainy`* [Finance of Ukraine], 3, 3–33 [in Ukrainian].

7. Coping with high debt and slugging growth. (2012). *World Economic Outlook*. Retrieved from <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/02/pdf/text.pdf>.

8. Finger, X., Sadikov, A. (2010). Snizhenie gosudarstvennogo dolga [Reducing public debt]. *Finansy` i razvitie* [Finance & Development], 47, 2, 36–38 [in Russian].

9. Suma, F. D. (2007). The external debt crisis and its impact on economic growth and investment in Sub-Saharan Africa. A regional econometric approach of ECOWAS countries. (Unpublished doctoral thesis). Vienna.

10. Banks disburse HUF 408 bln in loans through Funding for Growth Scheme. (2014). *Budapest Business Journal*. Retrieved from http://bbj.hu/business/banks-disburse-huf-408-bln-in-loans-through-funding-for-growth-scheme_89101.

11. Cabinet of Ministers of Ukraine. (2012). *Pro zatverdzhennya Poryadku zdijsnennya kontrolyu za ry`zy`kamy`, pov'yazany`my` z upravlinnyam derzhavny`m (miscevy`m) borhom* [On approval of the control of risks associated with the management of the state (local) debt] (Decree № 815, August 1). Retrieved from <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/en/815-2012-п> [in Ukrainian].

12. Ministry of Economic Development and Trade of Ukraine. (2013). *Pro zatverdzhennya Metody`chny`x rekomendacij shhodo rozrakhunku rivnya ekonomichnoyi bezpeky` Ukrainy`* [On approval of guidelines for the calculation of economic security of Ukraine] (Order № 1277, October 29). Retrieved from http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/ME131588.html [in Ukrainian].

13. *Staff guidance note for public debt sustainability analysis in market-access countries*. (2013). International Monetary Fund. Retrieved from <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/050913.pdf>.

14. *Guiding Principles for Managing Sovereign Risk and High Levels of Public Debt*. (2013). International Monetary Fund. Retrieved from <http://www.imf.org/external/np/mcm/stockholm/principles.htm>.
15. Sokolovs`ka, A. M., Balakin, R. L., Bashko, V. J. (2015). *Udoskonalennya upravlinnya derzhavny`my` finansamy` ta reformuvannya podatkovoyi sy`stemy` Ukrainy`* [Improving the management of public finances and reforming the tax system of Ukraine]. Ky`yiv: Akademiya finansovoho upravlinnya [in Ukrainian].
16. Ukraine. (2015). *IMF Country Report*, No. 15/69. Retrieved from <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2015/cr1569.pdf>.
17. *Staty`sty`chna informaciya shhodo borhu* [Statistical information on debt]. (n. d.). Ministerstvo finansiv Ukrainy`. Retrieved from <http://www.minfin.gov.ua/news/borg>.
18. *Stress testing in the Debt Sustainability Framework (DSF) for Low-Income Countries*. (2011). The World Bank. Retrieved from <http://siteresources.worldbank.org/INTDEBTDEPT/Resources/468980-1172763902832/StressTestingDSF.pdf>.
19. *Assessing Public Debt Sustainability in EU Member States*. (2014). European Commission. Retrieved from http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2014/pdf/ocp200_en.pdf.
20. Cabinet of Ministers of Ukraine. (2010). *Poryadok rozroblennya Seredn`ostrokovoyi stratehiyi upravlinnya derzhavny`m borhom i kontrolyu za yiyi realizaciyeyu* [The procedure for developing medium-term strategy for public debt management and control of its implementation] (Decree № 978, October 27). Retrieved from <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/978-2010-п> [in Ukrainian].