

Венгер Т. А.,

аспірант економічного факультету

Київського національного університету імені Тараса Шевченка

СУБ'ЄКТИ ДЕРЖАВНО-БОРГОВИХ ВІДНОСИН: ТЕНДЕНЦІЇ ТА ОСОБЛИВОСТІ ВЗАЄМОДІЇ

Висвітлено основні зміни у відносинах формування державного боргу у другій половині ХХ – на початку ХХІ ст. Досліджено вплив появи нових суб'єктів та зміни механізму кредитування на відносини державного боргу. Проаналізовано характерні ознаки сучасної теорії державного боргу.

Ключові слова: внутрішній державний борг, зовнішній державний борг, суб'єкти державного боргу, державні облигації.

Проблема формування державного боргу та впливу на економіку витрат, пов'язаних з його обслуговуванням і погашенням, досліджувалася економістами-теоретиками різних часів, починаючи від класиків (Д. Юм, А. Сміт, Д. Рікардо, Т. Мальтус, Дж. С. Мілль, Г. Адамс, П. Леруа-Больє та ін.). Однак до другої половини ХХ ст. дискусія навколо проблеми державного боргу мала суто теоретичний характер і обмежувалася такими питаннями:

- наявністю чи відсутністю принципів відмінностей у впливі на економіку внутрішнього та зовнішнього державного боргу;
- можливістю перенесення боргового тягаря на майбутні покоління;
- наявністю чи відсутністю принципів відмінностей у впливі на економіку державного та приватного боргу¹.

Аналіз відбувався лише з позиції держави-позичальниці, при цьому ігнорувались інституційний статус кредитора, рівень економічного розвитку країни-позичальниці, умови кредитування та глобальний контекст динаміки державного боргу тощо.

У другій половині ХХ ст. відносини формування, обслуговування та реструктуризації державного боргу зазнали якісних змін, пов'язаних із появою нових суб'єктів та зміною механізму їх взаємодії. Проблематика сучасної теорії державного боргу стала більш прикладною. Це, зокрема, зумовлено тим, що активну участь у її розробленні почали брати різні міжнародні та урядові організації: МВФ, СБ, ОЕСР, ЮНКТАД, Паризький та Лондонський клуби, Бюджетне управління Конгресу США тощо.

Серед найвпливовіших західних дослідників, що сьогодні займаються проблемою державного боргу, є Р. Барро, О. Бланшард, М. Кумар, Г. Менк'ю,

¹ *Алехин Б. И.* Государственный долг : пособие для студентов Академии бюджета и казначейства / Б. И. Алехин. – М. : Юнити-Дана, 2007. – С. 33 ; *Modigliani F.* Long-Run Implications of Alternative Fiscal Policies and the Burden of the National Debt / F. Modigliani // *The Economic Journal*. – 1961. – Vol. 71, No. 284. – P. 730–755 ; *Tempelman J. H.* James M. Buchanan on Public-Debt Finance / J. H. Tempelman // *The Independent Review. A Journal of Political Economy*. – 2007. – Vol. 11, № 3. – P. 435–449.

У. Паніцца, К. Рейнхард, К. Рогофф та ін., серед українських – Т. П. Богдан, Р. В. Рак, О. Д. Рожко та ін.

Метою статті є дослідження та систематизація основних суттєвих змін у відносинах формування, обслуговування та реструктуризації державного боргу, що відбувалися у другій половині ХХ ст., та аналіз впливу згаданих змін на теоретико-методологічний вимір проблеми державного боргу.

Новий етап у розвитку теорії державного боргу починається у другій половині ХХ ст. Він пов'язаний насамперед з утворенням після Другої світової війни нових держав – колишніх колоній, міжнародних організацій (насамперед Міжнародного валютного фонду) та розвитком ринку державних цінних паперів.

Таким чином, відбулися зміни в основних аспектах відносин державного боргу:

- суб'єкти: з одного боку, виникли нові організації-кредитори, з другого – нові держави-позичальниці;
- механізм фінансування: з появою та розвитком ринку державних облігацій з'явилися ширші можливості для залучення коштів державами-позичальницями, що знову-таки збільшило коло суб'єктів-кредиторів.

На сьогодні суб'єктами державно-боргових відносин є:

Кредитори.

- Місцеві комерційні банки, що купують державні облігації з метою диверсифікації портфеля цінних паперів.
- Міжнародні банки та банківські синдикати.
- Інвестиційні банки, які здійснюють діяльність на фондових ринках і через які державні облігації (національні та іноземні) купують:
 - приватний сектор;
 - інституційний сектор (у тому числі пенсійні фонди).
- Міжнародні організації:
 - Міжнародний валютний фонд;
 - Світовий банк та регіональні банки розвитку (Міжамериканський банк розвитку, Азійський банк розвитку, Африканський банк розвитку та субрегіональні банки)².

Позичальники: уряд, корпоративний сектор (у тому числі підприємства та організації, що отримують позики під гарантії уряду), субнаціональні уряди, центральний банк та інші державні установи, борг яких входить до складу валового державного боргу.

Щодо механізму формування державного боргу, то в сучасних умовах він передбачає емісію та розміщення на ринку цінних паперів державних облігацій. Важливе значення для розвитку ринку державних цінних паперів мав запропонований міністром фінансів США Н. Бреді у 1989 р. новий механізм реструктуризації зовнішнього боргу країн, що розвиваються, – так званий План Бреді. Цю програму було розроблено на історичному фоні

² *Cosio-Pascal E.* The Emerging of a Multilateral Forum for Debt Restructuring: the Paris Club / *E. Cosio-Pascal* // UNCTAD Discussion Papers. – 2008. – № 192. – P. 15–32.

хвилі боргових криз, зокрема латиноамериканської економічної кризи 1982–1987 рр., коли про неспроможність виконувати свої боргові зобов'язання оголосили більше 40 країн.

Спроби, які до того часу робилися розвинутими країнами з метою припинення хвилі дефолтів, здебільшого передбачали надання нових кредитів комерційними банками, МВФ та іншими багатосторонніми кредитними організаціями. “Тобто метою нових позик було дати країнам-боржникам час привести свої фінанси до ладу, щоб знову повернутися до виплат упродовж кількох найближчих років”³. При цьому вирішувалася не проблема неплатоспроможності, а лише проблема ліквідності у середньостроковій перспективі. Країни-боржники (країни третього світу) були змушені погоджуватися на умови МВФ: підвищення податків, зростання тарифів, девальвація валюти, зменшення державних витрат. Як наслідок, вони втрачали можливість здійснювати самостійну макроекономічну політику, а обсяг зовнішнього боргу при цьому продовжував зростати.

Першою спробою системного підходу до проблеми реструктуризації зовнішнього державного боргу країн третього світу був план міністра фінансів США Дж. Бейкера, запропонований у 1985 р. Він передбачав надання згаданим країнам 9 млрд дол. США кредиту з багатосторонніх організацій та 20 млрд дол. США – від комерційних банків в обмін на проведення в країнах-реципієнтах ринкових реформ: зменшення податків, приватизації, зниження торгових бар'єрів, лібералізації фінансових ринків⁴. Такий план виявився безрезультатним, оскільки дефолти в Латинській Америці спричинили скорочення фінансування з боку комерційних банків.

У 1989 р. новий міністр фінансів США Н. Бреді запропонував свій план реструктуризації, за умовами якого передбачалася конвертація старих державних облігацій збанкрутілих країн та країн, що переживали боргову кризу, у нові довгострокові (до 30 років) забезпечені або частково забезпечені облігації. Однією з головних інновацій Плану Бреді є те, що він дав можливість комерційним банкам обміняти свої фінансові вимоги до країн, що потерпали від кризи, на ліквідні фінансові інструменти. Це означало списання з балансу банків безнадійної заборгованості, що зменшувало їх кредитні ризики. У свою чергу, банки погоджувалися на списання частини боргу цим країнам.

Використовувалися здебільшого три типи “облігацій Бреді” (“Brady bonds”):

- номінальні облігації (Par Bonds) – облігації, номінальна вартість яких дорівнює платіжним зобов'язанням, але купонні виплати менші від ринкових (6,25 %);
- дисконтовані облігації (Discount bonds) випускалися з номіналом на 30–35 % меншим, ніж обсяг боргу, але купон передбачав ринкову процентну ставку (LIBOR + 13/16);

³ *Vasquez I.* The Brady Plan and Market-Based Solutions to Debt Crises / I. Vasquez // *The Cato Journal.* – Fall 1996. – Vol. 16, № 2. – P. 233.

⁴ *Ibid.*

– нові гроші (New Money): борг повертався банкам у повному обсязі, але вони зобов'язувалися надати нові позики обсягом щонайменше 25 % від обсягу попереднього боргу⁵.

На умови Плану Бреді погодилося 18 країн, списавши загалом 60 млрд дол. США боргу та реструктурувавши 190 млрд дол. США кредитів комерційних банків. Водночас не менш важливим його наслідком стала поява можливості для країн з низьким та середнім рівнем доходу залучати кошти для фінансування бюджетного дефіциту через фондовий ринок, що зумовило одну з найважливіших змін у відносинах формування державного боргу у ХХ ст. – зменшення ролі кредитів банківських синдикатів на користь фінансування через емісію та продаж державних облігацій⁶. Головними кредиторами в нових умовах стали великі інвестиційні банки, для яких державні облігації є інструментом диверсифікації портфеля цінних паперів.

Міжнародні банки та банківські синдикати традиційно здійснювали позики під закупівлю імпортного капітального обладнання та засобів виробництва, однак, починаючи з 1970-х років, розпочали кредитування інших урядових потреб, зокрема фінансування дефіциту державного бюджету, що спричинило швидке зростання заборгованості країн, що розвиваються. Вже у 1980-х роках стало зрозуміло, що країни-боржники є неспроможними виконувати свої фінансові зобов'язання перед іноземними банками та потребують реструктуризації боргу. Оскільки кількість членів синдикату нерідко налічувала до 500 банків-учасників, а країни-боржники, як правило, мали зобов'язання одразу перед кількома синдикатами, це суттєво ускладнювало процес переговорів з реструктуризації боргу, що зумовило виникнення так званого Лондонського клубу – форуму для перегляду терміну погашення кредитів, наданих комерційними банками без гарантії уряду-кредитора. “Цей “клуб” є неофіційним органом, до складу якого входять комерційні банки, перед якими мають заборгованість країни третього світу”⁷.

З розвитком ринку державних цінних паперів від кредитів банківських синдикатів з певних причин почали відмовлятися: по-перше, державні облігації є стандартизованим фінансовим інструментом, тому для банків продавати та купувати їх на фондовому ринку значно простіше й дешевше, ніж бути членом міжбанківських об'єднань; по-друге, у разі необхідності реструктуризації державного боргу зникають проблеми, зумовлені тривалими переговорами та пов'язаними з ними витратами часу і грошей. Окрім того, поява можливості фінансування бюджетного дефіциту через емісію державних облігацій значно розширила коло кредиторів. Зокрема, для приватних

⁵ *Vasquez I.* The Brady Plan and Market-Based Solutions to Debt Crises / I. Vasquez // *The Cato Journal*. – Fall 1996. – Vol. 16, № 2. – P. 235.

⁶ *Ibid.* – P. 17–18.

⁷ *Саркисянц А. Г.* Парижский и Лондонский клубы: реструктуризация долга / А. Г. Саркисянц // *Аудитор*. – 2002. – № 1 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://gaap.ru/articles/52831>.

інвесторів з'явилася перспектива не лише фінансувати внутрішній державний борг, а й купувати облігації інших країн-емітентів.

Такі зміни у господарській практиці потребують відповідної теорії державного боргу, оскільки викликані ними феномени, про які частково йтиметься нижче, не могли висвітлюватися в межах класично-неоортодоксального дискурсу. Як відомо, дискусія навколо проблеми державного боргу середини – другої половини ХХ ст. надавала великого значення аналізу впливу на економіку зовнішнього та внутрішнього боргу. За кейнсіанською доктриною, лише зовнішні кредити дійсно забезпечують доступ країни до додаткових ресурсів, тоді як внутрішні – лише перерозподіляють ресурси всередині національної економіки⁸; водночас представники класичної політекономії стверджували, що вплив на економіку як внутрішнього, так і зовнішнього державного боргу принципово подібний і негативний⁹. У сучасних умовах підхід до цього питання докорінно відмінний: основною проблемою в державних запозиченнях постає вже не вплив капіталу з приватного сектору чи необхідність сплачувати проценти закордонним інвесторам – вплив державного боргу на економіку розглядається переважно в глобальному контексті, а саме у загрозах зовнішнього середовища, які виникають для країн-боржників (переважно тих, що розвиваються). Тому в контексті внутрішніх та зовнішніх державних запозичень у сучасній теорії державного боргу основну увагу приділяють насамперед валюті, в якій вони здійснюються, та терміну погашення державних облігацій, оскільки саме невідповідність між цими двома параметрами є основним джерелом боргової небезпеки: адже центральні банки в країнах, що розвиваються, не можуть друкувати тверду валюту, зовнішні позики асоціюються із загрозами, здатними спричинити боргову кризу, тому довгострокові облігації у національній валюті становлять меншу потенційну небезпеку для фінансової системи, ніж короткострокові облігації в іноземній валюті¹⁰. Але проблематичною стає вже сама відмінність внутрішнього та зовнішнього державного боргу, оскільки механізм кредитування через емісію державних цінних паперів не дає змоги визначити безпосереднього власника останніх. У сучасній економічній літературі можна виокремити щонайменше три підходи до розрізнення зовнішнього та внутрішнього державного боргу:

1. Валюта, в якій здійснюються запозичення: зовнішній борг передбачає кредити в іноземній валюті. Цей підхід більше не є дієвим, оскільки держава може емітувати облігації в національній валюті та розміщу-

⁸ *Lerner A. P. The Burden of Debt / A. P. Lerner // The Review of Economics and Statistics. – 1961. – Vol. 43, № 2. – P. 139–141 ; Lerner A. P. The Burden of the National Debt / A. P. Lerner // New York : W. W. Norton & Co. – 1948. – P. 255–275.*

⁹ *Buchanan J. M. Public Principles of Public Debt / J. M. Buchanan // The Collected Works of James M. Buchanan. – 1999. – Vol. 2. – 169 p. ; Meade J. E. Is the National Debt a Burden? / J. E. Meade // Oxford Economic Papers. – 1958. – Vol. 10, № 2. – P. 163–83.*

¹⁰ *Panizza U. Domestic and External Public Debt in Developing Countries / U. Panizza // UNCTAD Discussion Papers. – March 2008. – № 188. – P. 10.*

вати їх за кордоном і навпаки — розміщувати на внутрішньому ринку облігації, емітовані в іноземній валюті.

2. Громадянство кредитора. Зовнішній борг передбачає отримання позики від нерезидентів. Цей підхід є найпоширенішим у сучасній економічній літературі. Він теоретично обґрунтований тим, що враховує рух ресурсів між резидентами та нерезидентами. Складність цього підходу в тому, що зовнішній борг держави, як зазначалося, здебільшого має форму державних облігацій, що унеможлиблює контроль за тим, купуються вони резидентами чи нерезидентами і, відповідно, є цей борг зовнішнім чи внутрішнім.
3. Країна, в якій здійснюється випуск державних цінних паперів та законодавством якої регулюються відповідні кредитні контракти. Цей підхід дає змогу чітко розмежувати зовнішній та внутрішній борг, але не надає інформації про рух ресурсів між резидентами та нерезидентами, як у попередньому випадку, оскільки немає тісного зв'язку між тим, де випускаються державні облігації, та громадянством їхнього безпосереднього власника¹¹.

Разом із появою нових суб'єктів державного боргу та зміною механізму їх взаємодії виникають проблеми, пов'язані з: впливом на економіку країн-реципієнтів обумовлених кредитів міжнародних організацій; загрозами від спекулятивних операцій з державними цінними паперами на фондовому ринку; надмірним зростанням державного боргу країн з різним рівнем економічного розвитку, що не лише призводить до локальних боргових криз, а й (як у випадку США та Єврозони) зумовлює валютну нестабільність, яка загрожує черговою глобальною економічною кризою, тощо. Новим феноменом у теорії державного боргу, що виник у другій половині ХХ ст., є так звана проблема морального ризику (*moral hazard*), спричинена появою можливості масштабного залучення позикового капіталу країнами з низьким та середнім рівнем доходу. Вона пов'язана з тим, що країни, залежні від боргового фінансування, "...вдаються до нових дорожчих позик для погашення попередніх, сподіваючись, що трапиться щось, що забезпечить від ескалації боргу та дасть змогу уникнути дефолту. Зі свого боку, приватні інвестори активно підтримують таку азартну гру, погоджуючись на пролонгацію терміну погашення боргу в обмін на вищі проценти"¹². Неоднозначними в такій ситуації є наслідки втручання МВФ, який намагається забезпечити ці країни від дефолту, що може розбалансувати глобальний фінансовий ринок, активізуючи їх кредитування, оскільки "...політика МВФ, який бере на поруки країни, неспроможні виплачувати свій борг, породжує ризик недобросовісної поведінки"¹³. У таких випадках позики

¹¹ *Panizza U. Domestic and External Public Debt in Developing Countries / U. Panizza // UNCTAD Discussion Papers. — March 2008. — № 188. — P. 2.*

¹² *Palley T. I. Sovereign Debt Restructuring Proposals: a Comparative Look / T. I. Palley // Ethics & International Affairs. — 2003. — Vol. 17, Issue 2. — P. 27.*

¹³ *Ibid. — P. 28.*

МВФ є джерелом виплати спекулятивних процентів на державні облігації, що “розкручує спіраль” подорожчання кредитів та збільшує ризик дефолту.

Характерні особливості сучасної теорії державного боргу такі:

- активна участь у її розробленні міжнародних організацій;
- центральне місце – проблеми зовнішнього державного боргу країн третього світу;
- тісний зворотний зв’язок з економічною практикою, насамперед з ініціативами МВФ та СБ, і спрямованість часом на методологічне забезпечення вирішення конкретних завдань: допомога найбільш біднішим країнам з великим розміром державного боргу (Heavily Indebted Poor Countries), розроблення стратегій зменшення бідності тощо;
- розгляд проблеми державного боргу не лише на макrorівні з позиції держави-позичальниці, а й на рівні глобальної економіки у взаємозалежності національних фінансових систем;
- відмова від спроб побудувати цілісну теоретичну модель впливу державного боргу на економіку (на що, зокрема, претендували класики та кейнсіанці). Це пов’язано з поглибленням взаємозалежності національних фінансових систем, зростанням невизначеності зовнішнього середовища та наявністю специфічних факторів впливу у кожному випадку, що великою мірою визначає певну подальшу особливість;
- відсутність однозначних критичних значень допустимого обсягу державного боргу. Ті, що наявні (наприклад, маастрихтські критерії), є дуже умовними та необов’язковими для дотримання: як показує практика, у період з 1970 по 2008 р. більше половини дефолтів серед країн із середнім рівнем доходу відбулися за їх зовнішнього державного боргу до 60 % ВВП¹⁴;
- зняття суперечностей у межах сучасної теорії державного боргу між класиками та новими ортодоксами: методологія дослідження економічних наслідків зростання державного боргу передбачає використання кейнсіанського підходу у короткостроковому періоді та класичного – у довгостроковому;
- визнання умовності розмежування внутрішнього та зовнішнього боргу, що ускладнює здійснення точного статистичного аналізу їх впливу на економіку.

Таким чином, у другій половині ХХ ст. відбулися значні зміни в економічних відносинах, пов’язаних із державними запозиченнями. Зокрема, з’явилися нові суб’єкти-позичальники та суб’єкти-кредитори, принципово змінився механізм фінансування державного боргу: від прямих інвестицій банківських синдикатів до емісії та розміщення на фондовому ринку державних облігацій, що відобразилося в економічній теорії, але неповною мірою й однобічно. Піонерами сучасної теорії державного боргу є переважно МВФ та СБ, що визначає, по-перше, її прикладний характер, по-друге, коло проблем, які стосуються найбільш бідніших країн з великим обсягом

¹⁴ Reinhart C. M. This Time is Different. Eight Centuries of Financial Folly / C. M. Reinhart, K. S. Rogoff // Princeton University Press. – 2009. – P. 53.

державного боргу, насамперед зовнішнього. Водночас у сучасній економічній теорії не розробляються на належному рівні такі питання: проблема зростаючого боргу економічно розвинутих країн та його впливу на соціальну сферу; проблеми реструктуризації внутрішнього боргу країн, що розвиваються; загрози, пов'язані з тим, що функції кредитора останньої інстанції, розробника макроекономічної політики для країн-позичальників та оцінювача ефективності її впровадження фактично виконуються однією організацією.