

## 2. МАКРОЕКОНОМІЧНІ ПРОЦЕСИ В УКРАЇНІ

УДК 336.27.01

Кубай М. В.

### ТЕОРЕТИЧНІ АСПЕКТИ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ПЛАТОСПРОМОЖНОСТІ ДЕРЖАВИ В РАМКАХ БОРГОВОЇ БЕЗПЕКИ

*Анотація.* У статті розглянуто теоретичні основи забезпечення платоспроможності держави з позицій її впливу на стан боргової безпеки держави. Розглянуто проблеми встановлення індикаторів боргової безпеки держави з обґрунтуванням підходів до оцінювання її ефективності на макроекономічному рівні.

*Ключові слова:* платоспроможність держави, боргова політика, боргова безпека, зовнішній державний борг

Kubay M.

### THEORETICAL ASPECTS OF THE STATE SOLVENCY GUARANTEE THROUGH THE DEBT SECURITY

*Summary.* The article is devoted to the investigation of the theoretical basis of the state solvent guarantee through its impact on the state debt security. The problems of the establishing of the state debt security indicators are considered in particular. The main approaches to the state debt security valuing and also its effectiveness on the macroeconomic level are motivated and substantiated.

*Keywords:* state solvency guarantee; debt policy; debt security; external state debt

#### 1. Вступ

За умов ринкової економіки у системі фінансових відносин України суттєву роль почали відігравати державні позики, що застосовуються як метод мобілізації ресурсів до державного бюджету, інструмент регулювання грошово-кредитної сфери та платіжного балансу країни. Проте складові бюджетної, грошово-кредитної та зовнішньоекономічної політики, що зумовили параметри боргової політики держави, визначалися без належного теоретичного обґрунтування.

Наукові дослідження, присвячені висвітленню теоретичних засад проблеми платоспроможності держави та розкриттю комплексного її впливу на боргову безпеку України, лише починають проводитися вітчизняними науковцями. Важливість проблеми негативного впливу зовнішніх державних запозичень на стан стійкості платіжного балансу держави, вимагають теоретичного узагальнення економічних наслідків впливу на платоспроможність держави, та обґрунтування їх впливу на боргову безпеку держави.

Метою даної роботи є дослідження теоретичних аспектів забезпечення платоспроможності держави з позицій її впливу на стан боргової безпеки держави.

#### 2. Аналіз останніх досліджень та публікацій

Дослідження, присвячені проблемам забезпечення платоспроможності держави, лише починають проводитися національними науковцями. Теоретичні основи вивчення впливу зовнішніх запозичень на платоспроможність держави закладено в працях

провідних іноземних спеціалістів, серед яких Р. Барро, У. Беверідж, Дж. Б'юкен, Р. Ф. Модільяні, Е. Хансен, Р. М. Фрідмен[4]. В Україні дослідженнями даної галузі займалися О. М. Башинська, Т. Г. Бондарчук, А. Г. Загородній, Н. І. Радіна, О. Д. Рожко, В. М. Гейця[11], на думку якого, лише за умов проведення довгострокової безвідсоткової реструктуризації зовнішньої заборгованості приведе до позитивних результатів в даній сфері, а також проблему даного питання частково можна зустріти у працях О. І. Барановського, який проаналізував вплив державного боргу на стан фінансової безпеки [4], Т. П. Вахненка [8], який аналізує державний борг (зовнішній, внутрішній) основну увагу акцентував на його економічних наслідках. На думку авторів Т. 1 „Фінансова політика та податково-бюджетні важелі її реалізації” за редакцією А. І. Даниленка [13], платоспроможність держави безпосередньо висвітлюється в рамках боргової безпеки, яка відіграє важливе значення в загальноекономічному розвитку держави в цілому.

#### 3. Забезпечення платоспроможності держави

Розкриттю економічної суті платоспроможності держави тривалий час не надавалося належного значення. В економічній теорії серед вчених не існує єдності думок щодо визначення економічної суті платоспроможності держави, та саме узагальнене поняття як “платоспроможність держави” не описується в економічній літературі, економічних енциклопедіях та словниках.

Управління зовнішнім державним боргом обумовлюється з двох основних позицій: боргової стій-

кості держави та її ліквідної позиції. В свою чергу, оцінка боргової стійкості, яка характеризує стабільність фінансової діяльності держави у сфері зовнішніх запозичень з позицій довгострокової перспективи, включає в себе два напрями: оцінку ліквідності та платоспроможності держави, що характеризують стан зовнішнього боргу з позицій короткострокової перспективи.

Трактування платоспроможності у вузькому розумінні з позицій ліквідності, передбачає наявність у країні заборгованості з міжнародними фінансовими організаціями, у широкому розумінні, платоспроможність означає здатність країни-боржника залучати іноземні позичкові ресурси й обслуговувати свій зовнішній борг. Для характеристики загальної платоспроможності держави в міжнародній практиці використовують ті показники, які порівнюють обсяг зовнішнього державного боргу з основними параметрами відтворювального процесу (динаміка ВВП, норма нагромаджень, капіталовіддача та інші.). З аналітичною метою ці показники прийнято обмежувати пороговими або граничними значеннями оптимального рівня зовнішньої заборгованості, оскільки до певних меж вплив державного боргу на економіку країни в цілому може перебувати під контролем держави, а перевищення меж веде до створення і поглиблення кризових явищ у країні.

Основними чинниками покращення ситуації з державною заборгованістю і підвищенням ступеня платоспроможності держави виступають [13]:

- динамічний розвиток національної економіки та зростання обсягів експорту товарів і послуг, що розширюють економічний потенціал для виплати накопичених боргів;

- зменшення деформацій грошово-кредитної системи України та підвищення кредитного рейтингу держави, що знижують вартість залучення нових позик;

- зведення Державного бюджету України з помірним дефіцитом і фінансування суттєвої його частини за рахунок надходжень від приватизації державного майна, які зменшують потреби держави у залученні позичкових коштів.

Ступінь платоспроможності країни залежить від рівноважного стану платіжного балансу з одного боку і державного бюджету – з іншого. Обрані фактори не є взаємообумовлюючими, адже значний надлишок платіжного балансу не забезпечує спроможність обслуговування зовнішніх боргів в умовах хронічного дефіциту державного бюджету. Для оцінки рівня платоспроможності використовують низку показників, що розраховуються за співвідношенням зовнішнього боргу і витрат на його обслуговування та валового внутрішнього продукту, експорту (імпорту) товарів і послуг, резервних активів, доходів державного бюджету [12].

#### **4. Боргова безпека держави**

Аналіз зовнішньої заборгованості держави з позицій боргової безпеки держави потребує ґрунтовного вивчення як можливих механізмів скорочення заборгованості, так і оцінки платоспроможності держави. Для цього у світі розробляються ме-

тодологічні підходи та використовуються різні методи розрахунку економічно безпечного рівня зовнішнього боргу, розраховуються порогові значення основних індикаторів, що характеризують, з одного боку, рівень платоспроможності держави і впливають на її кредитний рейтинг на зовнішньому ринку, а з іншого – відображають стан боргової безпеки країни, як одного із найвпливовіших факторів фінансової стабільності. При цьому платоспроможність держави та її кредитний рейтинг виступають свого роду індикаторами довіри кредиторів до держави, визначаючи рівень суверенного ризику як для кредитора, так і для боржника.

Боргову безпеку держави як елемент національних інтересів, доцільно розглядати з позицій комплексного підходу, як підсистему у складній, багаторівневій системі фінансово-економічної безпеки держави. Враховуючи альтернативні погляди на цю проблему, під борговою безпекою держави слід розуміти – рівень внутрішньої і зовнішньої заборгованості з урахуванням вартості її обслуговування та ефективності використання внутрішніх і зовнішніх запозичень й оптимального співвідношення між ними, достатніх для вирішення нагальних соціально-економічних потреб, що не загрожує втратою суверенітету та руйнуванням вітчизняної фінансової системи [4]. Тобто це певний критичний рівень державної заборгованості, який дозволяє зберегти стійкість фінансової системи країни до внутрішніх і зовнішніх загроз, забезпечити певний рівень відносної незалежності держави, зберігаючи при цьому економічну можливість країни здійснювати виплати на погашення основної суми і відсотків (відповідно до зафіксованого у кредитному контракті графіку платежів), підтримуючи належний рівень платоспроможності та кредитного рейтингу. Виконання умов боргової безпеки спрямовується на задоволення економічних потреб держави у фінансових ресурсах із врахуванням того, що перевищення критичного рівня може призвести до незворотних процесів щодо можливостей повернення боргів, їхнього обслуговування, до так званої боргової кризи або кризи ліквідності, чи економічної і навіть політичної залежності від кредиторів.

Оцінюючи рівень боргового тягаря в державі, доцільно, з точки зору методології, чітко розмежувати два поняття:

- платоспроможність у широкому розумінні (або загальна платоспроможність);

- платоспроможність у вузькому розумінні (або стан ліквідності).

Відповідно, боргова криза як криза загальної платоспроможності відрізняється від кризи ліквідності, оскільки остання може бути як симптомом першої, так і виникнути самостійно.

Якісною характеристикою боргової безпеки держави є визначення боргового тягаря і рівня платоспроможності. Для оцінки цих параметрів світова практика використовує близько двох десятків показників-індикаторів і ще більшу кількість їх граничних (порогових) значень. Така кількість індикаторів та їх граничних значень зумовлена різноманітністю методик, що застосовуються для їх роз-

рахунку, а також специфікою розрахунку та застосування певних макроекономічних показників кожною окремою державою, родом заборгованості (державна, приватна, гарантована державою) і джерелами її погашення.

Оцінити безпечність держави за рівнем зовнішньої заборгованості можна також шляхом експертних оцінок, порівнюючи боргові індикатори конкретної держави із їх граничними значеннями, що використовуються у світовій практиці. Однак, прогнозна точність зазначених індикаторів та методика їх розрахунку часто не спрацьовує і має виключення. Тому порогові значення боргових індикаторів не потрібно сприймати як догму. По-перше, такі показники можуть відображати певний стабільний рівень розвитку економіки держави і реальні перспективи її економічного зростання у майбутньому; натомість, в умовах кризового економічного становища держави, від'ємному сальдо її торгового балансу і достатньо неоднозначних перспективах економічного зростання, наведені індикатори і їх порогові значення не можуть бути вичерпними і потребують постійного доповнення та коректування. По-друге, подані співвідношення не дають вичерпної інформації про важливі показники зовнішнього боргу. Вони не можуть, наприклад, адекватно аргументувати спроможність обслуговувати борг тих країн, в яких бюджетні обмеження уряду є ключовими у погашенні заборгованості. Незважаючи на зазначені недоліки, подані індикатори все ж таки використовуються для побудови (на певному часовому інтервалі) базової моделі гранично допустимого рівня зовнішньої заборгованості, що не загрожує борговій безпеці держави у фінансово-кредитній сфері.

Удосконалюючи систему індикаторів, що характеризують борговий тягар держави, Світовий банк розробив нову методологію, яка використовується з 1994 року для оцінки загальної платоспроможності країн-дебіторів та їх класифікації за рівнем заборгованості. Згідно з новою методологією, рівень заборгованості держави визначають за такими двома індикаторами дебіторської заборгованості:

- співвідношення поточної (теперішньої) вартості обслуговування заборгованості до ВВП;
- співвідношення поточної (теперішньої) вартості обслуговування боргу до експорту.

Ці співвідношення оцінюють рівень заборгованості країн за двома важливими аспектами їх потенційної здатності обслуговування боргу:

- експорт (через те, що він забезпечує іноземну валюту для обслуговування боргу);
- ВВП (через те, що це узагальнюючий вимірник створення доходу в економіці).

Підтримання боргової стійкості, на сьогодні, названо світовим фінансовим співтовариством як одне із ключових завдань досягнення цілей у сфері економічного розвитку. Крім того, Світовим банком та МВФ була розроблена нова ініціатива, відома під назвою "Нова основа аналізу боргової стійкості", яка передбачала уникнення нової кризи заборгованості внаслідок кредитування країн з низькими доходами. Зокрема, Національний банк

використовує внутрішній державний борг як один із каналів грошової емісії та регулювання ліквідності. Для комерційних банків державні цінні папери є ключовим інструментом операцій рефінансування, а для страхових та пенсійних фондів – безризиковим об'єктом акумуляції пенсійних і страхових внесків. Зважаючи на це, у 2008–2011 рр. вважається за доцільне збільшити частку внутрішніх позикових джерел до 40–65% від чистих державних запозичень. Здійснення державних запозичень у запропонованих обсягах та структурі призведе до стабілізації державного боргу на рівні 13% від ВВП, при цьому внутрішній державний борг зросте до 3,6% від ВВП, а зовнішній борг зменшиться до 9,4%. Це посилить довіру інвесторів до бюджетної політики уряду, підвищить рейтинг державних облігацій до інвестиційного рівня та зменшить вартість внутрішніх і зовнішніх запозичень, що сприятиме забезпеченню відповідного рівня боргової безпеки держави. Удосконалюючи систему індикаторів, що характеризують борговий тягар держави, Світовий банк розробив нову методологію, яка використовується з 1994 року для оцінки загальної платоспроможності країн-дебіторів та їх класифікації за рівнем заборгованості.

Для аналізу боргової безпеки держави використовуємо мінімальну стандартну модель Світового банку та Методику розрахунку рівня економічної безпеки України, затвердженої Міністерством економіки України у 2007 р. (таблиця 1.1).

Досягнуті Україною значення основних показників свідчать про наступне:

1) із 11 поданих у таблиці показників боргової стійкості, порогові значення у 2004 році перевищено по трьох із них, в 2006 р. перевищено по двох з них, проте є значення ще по двох показниках практично впритул наблизилися до порогової позначки;

2) в 2007 році спостерігається зниження рівня боргової стійкості за рахунок значного перевищення порогових значень показника „зовнішній борг до ВВП” (майже у 2,5 рази), тоді як відношення державного зовнішнього боргу до експорту товарів і послуг залишався на безпечному рівні. За даними 2010 року порогові значення Були перевищені уже по п'яти показниках, по деяких більш, ніж три рази;

3) суттєве нарощення сукупного зовнішнього боргу, особливо останні роки, відбулося за рахунок зростання заборгованості у банківському секторі та інших секторах економіки. Динаміка зовнішнього боргу України у 2010 р. Визначалася значними обсягами чистих зовнішніх запозичень уряду (7,1 млрд дол США) та довгострокових запозичень реального сектору економіки (3,5 млрд дол США). за рік урядом було розміщено ОЗДП на суму 2,5 млрд дол США, залучено 2 млрд дол США від МВФ та 2 млрд дол США короткострокового кредиту від ВТБ;

4) наведені дані дають можливість стверджувати, що існує реальна загроза поглиблення фінансової кризи. Експерти МВФ обґрунтували те, що максимально допустимою межею зовнішнього боргу для країн з низьким і середнім рівнем доходів є рівень 49,7 % [15].

## Індикатори та порогові значення індикаторів стану боргової безпеки України (на кінець року)

№ з/п	Індикатори боргової безпеки, одиниця виміру	Порогове значення	Роки				
			2004	2005	2006	2007	2010
1	Відношення загального обсягу державного боргу до ВВП, %	не більше 55	24,7	17,7	14,8	12,3	39,5
2	Відношення загального обсягу зовнішнього боргу до ВВП, %	не більше 25	33,4	47,1	45,9	50,6	91,1
3	Рівень зовнішньої заборгованості на одну особу, дол США	не більше 200	257	249	271	299	256
4	Відношення державного зовнішнього боргу до річного експорту товарів і послуг, %	не більше 70	30,6	26,3	29,0	23,1	43,5
5	Відношення відсоткових платежів з обслуговування зовнішнього боргу до річного експорту товарів і послуг, %	не більше 12	1,9	0,9	1,0	0,8	29,5
6	Відношення обсягу сукупних платежів з обслуговування державного боргу до доходу державного бюджету, %	не більше 20	11,7	7,6	6,1	4,2	7,5
7	Відношення обсягу внутрішнього боргу до ВВП, %	не більше 30	18,4	4,6	3,2	2,6	14,2
8	Відношення обсягу сукупних платежів з обслуговування внутрішнього боргу до доходів державного бюджету, %	не більше 25	0,1	0,9	0,7	0,02	4,0
9	Відношення заборгованості уряду за державними цінними паперами до ВВП, %	не більше 30	3,5	2,2	1,4	1,3	12,6
10	Заборгованість міжнародним організаціям у зовнішньому державному борзі, %	не більше 35	42	36	31,4	23	45,7
11	Відношення міжнародних резервів до сукупного зовнішнього боргу, %	-	31,1	49,2	40,9	38,4	29,5

Розраховано на основі даних Державного комітету статистики, Міністерства фінансів України, Національного банку України

З огляду на існуючі загрози послаблення рівня боргової безпеки держави, обмеження розміру державного боргу та забезпечення платоспроможності держави вимагає проведення таких заходів [11]:

- спрямування частини надходжень від приватизації державного майна на погашення зовнішніх боргових зобов'язань держави;
- відмова від обслуговування внутрішньої заборгованості Уряду Національному банку на ринкових умовах та проведення довгострокової безвідсоткової реструктуризації даної заборгованості;
- налагодження належної координації між Міністерством фінансів і НБУ з питань спрямування валютних ресурсів держави на обслуговування зовнішніх боргів бюджету.

Обслуговування державного боргу з опорою на приватизаційні надходження широко застосовується у світовій практиці. Активізація внутрішньо-боргових операцій уряду створюватиме умови для вирішення завдань зниження зовнішньо-боргового навантаження на економіку та мінімізуватиме ризики боргового фінансування.

Таким чином збалансована структура державного боргу і відповідне управління ним створюватимуть підґрунтя для зміцнення фінансової системи держави та відновлення високих темпів економічного зростання.

### 5. Висновки

Сучасні проблеми розвитку національної економіки є свідченням високого рівня залежності різних сегментів господарської системи до боргових

зобов'язань. На сучасному етапі розгортання світової фінансової кризи суттєвим чинником впливу виступає наростаюча боргова залежність, яка практично охоплює всі сегменти розвитку економіки України. Наростаюча боргова залежність може негативно впливати на розвиток економіки країни через неплатоспроможність країни, втрату довіри кредиторів, що, в свою чергу, призведе до обмеження доступу до зовнішніх джерел фінансування, а також підвищить безпосередній негативний вплив на боргову безпеку держави.

Забезпечення керованості зовнішнім державним боргом у теоретичному відношенні потребує удосконалення методики визначення ліміту зовнішнього боргу шляхом введення додаткових індикаторів боргового навантаження з урахуванням структури зовнішнього боргу. При формуванні боргової стратегії необхідно брати до уваги напрями використання зовнішніх запозичень. Граничні обсяги зовнішніх запозичень слід формувати з врахуванням платежів з обслуговування боргу за певний період, достатності міжнародних резервів та виходячи з прогнозованої динаміки ВВП, експорту, обмінного курсу національної валюти, стану платіжного балансу. Таким чином, збалансованість структури державного боргу та удосконалення методів управління ним, сприятимуть зміцненню фінансової системи держави, що, в свою чергу, забезпечить платоспроможність держави в рамках боргової безпеки.

## СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Україна. Закон. Про основи національної безпеки України: від 19.06. 2003 р. № 964-4-ВР // Відомості Верховної Ради України. – 2003.
2. Україна. Президент. Про стратегію національної безпеки України : Указ від 12.02.2007 р. № 105.
3. Україна. Міністерство економіки України. Методика розрахунку рівня економічної безпеки України : прийнято від 02.03.2007.
4. Барановський О. І. Фінансова безпека : моногр. / О. І. Барановський. – Ін-т екон. прогнозування. – К.: Фенікс, 1999. – 388 с.
5. Барановський О. І. Фінансова безпека в Україні (методологія оцінки та механізм забезпечення): монографія / О. І. Барановський – К. : нац. Торг.-екон. ун-т, 2004. – 759 с.
6. Богдан Т. П. Управління державним боргом і макрофінансові ризики в економіці України / Т. П. Богдан // Фінанси України. – 2011. – № 1. – С. 13-20.
7. Вахненко Т. П. Зовнішні боргові зобов'язання у системі світових зовнішньо - економічних відносин / Т. П. Вахненко. – К.: Фенікс, 2006. – 536 с.
8. Вахненко Т. П. Державний борг України та його економічні наслідки / Т. П. Вахненко. – К.: Альтерпрес, 2000. – 152 с.
9. Вахненко Т. П. Перспективні напрямки політики державних запозичень в Україні / Т. П. Вахненко // Економіка прогнозування. – 2004. – № 5. – С. 100–105.
10. Гринюк Н. А. Фінансова безпека України: макроекономічний аспект управління / Н. А. Гринюк // Проблеми науки. – 2009. – № 10. – С. 22-24.
11. Економіка України: стратегія і політика довгострокового розвитку / [за ред. акад. НАН України В. М. Гейця]. – К. : Ін-т екон. прогноз. ; Фенікс, 2003. – 1008 с.
12. Єрін Д. Л. Статистичні аспекти оцінювання платоспроможності країни / Д. Л. Єрін // Статистика України. – 2006. – № 1. – С. 27-30.
13. Фінансова політика та податково бюджетні важелі її реалізації / [за ред. чл.-кор. НАН України А. І. Даниленка]. – К.: Фенікс, 2008. – 468 с.
14. Ходжаян А.О. Боргова політика та її роль у забезпеченні макроекономічної стабільності / А. О. Ходжаян // Актуальні проблеми економіки. – 2010. – №2 (104). – С. 220-225.

УДК 338.23:336.74 (477)

Полагнин Д. Д., Федорович Т. І.

## МОНЕТАРНА ПОЛІТИКА В УКРАЇНІ: СУЧАСНІ РЕАЛІЇ ТА ПРІОРИТЕТИ

*Анотація.* Досліджено монетарну політику як один із найважливіших інструментів впливу держави на перебіг економічних процесів, і її вирішальне значення у формуванні закономірностей економічного розвитку.

*Ключові слова:* монетарна політика, монетарна стратегія, обмінний курс, грошова пропозиція

Polahnyn D., Fedorovych T.

## MONETARY POLICY IN UKRAINE: MODERN REALITIES AND PRIORITIES

*Summary.* The article investigates the monetary policy as one of the most important instruments of state influence on the course of economic processes and its determining role in forming the rules of economic development.

*Keywords:* monetary policy, monetary strategy, exchange rate, money supply

### 1. Вступ

Значення монетарної політики в економіці держави, особливості практичного застосування інструментів монетарної політики щодо регулювання грошово-кредитного ринку та посилення впливу глобалізаційних процесів зумовлюють необхідність дослідження у даній статті дієвості грошово-кредитної політики НБУ в контексті впливу на ефективність функціонування економіки у цілому та фінансову стійкість банківської системи зокрема.

Упродовж періоду ринкової трансформації реалізація монетарної політики в Україні зазнає відповідних змін. Трансформаційні детермінанти реалізації монетарної політики послаблюються в міру того, як країна еволюціонує на шляху становлення ринкової системи, структурних та інституціональних реформ.

### 2. Огляд літературних джерел

Дослідження теоретичних і практичних аспектів монетарної політики завжди викликало підвищений інтерес серед широкого кола науковців та практиків. Проблематиці питань монетарної політики присвячено низку праць вітчизняних науковців, зокрема таких, як О. Базилінська [1], Г. Михайлів [4], А. Череп [7], Н. Внотченко [2], О. Клименко [3], Р. Михайлюк [4], О. Переполькіна [6], В. В. Чук [8] та ін.

### 3. Сучасні реалії та пріоритети монетарної політики

Монетарна політика – це один з видів макроекономічної політики, який є сукупністю заходів, за допомогою яких здійснюється вплив на стан кредитування і грошового обігу, з метою контролю