

Ольга КАРАПЕТЯН

## ПРОБЛЕМИ ОЦІНКИ БОРГОВОЇ СТІЙКОСТІ УКРАЇНИ

---

---

*Порушено проблему боргової стійкості та ідентифіковано сутність цього поняття. Узагальнено теоретичні підходи до визначення критеріїв оцінки боргової стійкості. Обґрунтовано теоретико-методологічні засади формування оцінки боргової стійкості з урахуванням рівня розвитку ринкових інститутів та якості економічної політики.*

---

---

Однією з глобальних проблем, що несуть потенційні загрози стабільності макроекономічного розвитку і економічної безпеки України, є неухильне зростання державного боргу.

Руйнівні фінансові кризи, якими останнім часом охоплені як розвинені країни, так і країни з ринками, що формуються, з усією гостротою поставили питання про економічну доцільність і безпечні межі нарощування державної заборгованості. Надмірне нарощування боргових зобов'язань має низку небезпечних наслідків для фінансової системи та реального сектору економіки.

Сучасні дослідження державної заборгованості відображені у роботах Д. Айзенмана, Дж. Ітона, Д. Кохана, Б. Пінто, А. Пресбітеро, А. Радзівіла. Проблеми управління державним боргом у контексті забезпечення боргової стійкості держави приділили увагу В. Бюітер, Л. Спавента, М. Флавін, Дж. Хамільтон. Варто зазначити, що у вітчизняній фінансово-економічній літературі бракує ґрунтовних науково-практичних розробок щодо оптимізації критеріїв боргової стійкості як вихідного пункту побудови стратегії управління державним боргом.

З огляду на актуальність проблеми метою статті є обґрунтування теоретико-методоло-

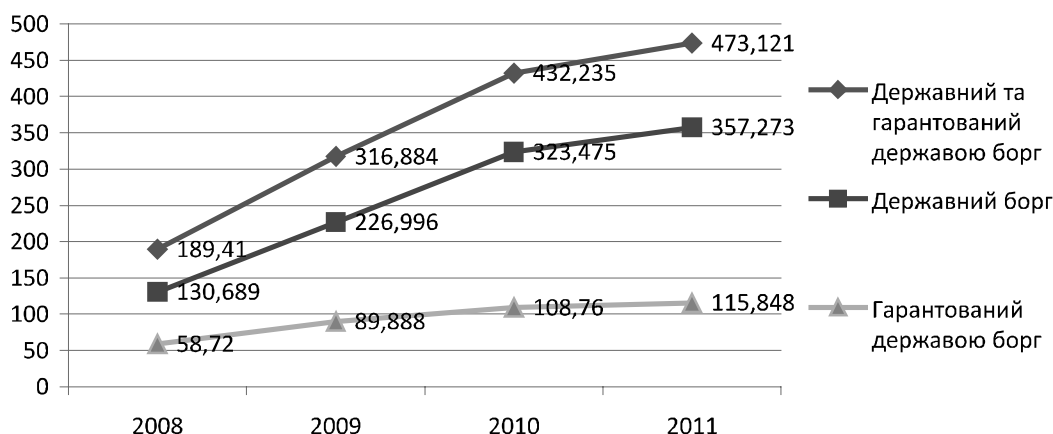
гічних засад індикативної системи боргової стійкості та визначення критеріїв її оцінки.

Поширення впливу сучасної глобальної фінансової кризи на вітчизняну економіку та стрімка девальвація національної валюти стали визначальними факторами зростання рівня державного боргу. Відтак, державний і гарантований державою борг України в 2008–2011 рр. збільшився на 283,7 млрд. грн. або на 149,78% (рис. 1).

Високий рівень боргового навантаження став одним із вагомих факторів порушення фінансової стабільності в Україні та загострення антагонізму між зростаючими потребами у фінансуванні внутрішніх інвестицій та обмеженістю фінансових ресурсів, а надто в період дестабілізації на світових кредитних ринках.

В економічній літературі під борговою стійкістю країни розуміють такий борговий стан, при якому забезпечується виконання усіх боргових зобов'язань суб'єктів господарювання держави перед нерезидентами завдяки достатнім доходам і відповідності доходів видаткам [10].

На нашу думку, боргову стійкість доцільно розглядати як якісну характеристику обсягу та структури державної заборгованості, при якій забезпечується здатність



**Рис. 1. Динаміка державного та гарантованого державною боргу в 2008–2011 рр., млрд. грн.\***

\* Побудовано на основі [1].

держави виконувати боргові зобов'язання і поточні програми, не збільшуючи боргового навантаження на бюджет за умов підтримання на достатньому рівні ліквідності і платоспроможності та виключаючи можливість вдаватися до списання чи реструктуризації державної заборгованості. На відміну від існуючих підходів, що розглядають вищезгадану дефініцію як поняття, тотожне з платоспроможністю, таке визначення акцентує увагу на сукупності характеристик стійкого стану державного боргу.

Кількісне визначення боргової стійкості передбачає окреслення індикаторів (стану) державного боргу відповідно до вимог економічної безпеки країни. Аналітики та експерти МВФ визначають певні критерії, яким повинні відповідати такі індикатори. Вони мають:

- відображати борговий стан держави чи окремих суб'єктів господарювання, що створює загрозу для державних фінансів;
- бути гнучкими і мінливими, що дало б змогу використовувати їх для оцінки змін боргової ситуації, внаслідок впливу ендогенних чи екзогенних факторів;
- характеризуватися високою мірою взаємодії, в результаті чого оперативно відображати непередбачені події в майбутньому;

– забезпечувати основу для здійснення постійного моніторингу динаміки валового зовнішнього боргу [6].

Процес визначення кількісних параметрів порогових значень боргових індикаторів є досить складною і дискусійною проблемою. Це підтверджує аналіз відповідної літератури, що засвідчує розходження думок різних науковців та експертів щодо того, які саме показники і їх граничні значення мають бути закладені в основу визначення боргової стійкості. Враховуючи вищезазначене, доцільно звернутися до напрацювань міжнародних фінансових організацій, що займаються проблемами боргової стійкості.

Експерти Світового банку вирізняють три основні чинники, які визначають боргову стійкість країни-дебітора:

- 1) нагромаджений обсяг зовнішнього боргу й умови його погашення;
- 2) динаміка економічного розвитку країни;
- 3) динаміка, структура й умови рефінансування позик.

Для країни-позичальниці, яка має стійкі дефіцити торгового і платіжного балансів, поворотною точкою переходу до відповідних позитивних сальдо є забезпечення і підтримка не тільки платоспроможності, а й

боргової стійкості. При цьому ключовим аспектом є питання – чи можна досягнути такого стану без значних економічних потрясінь, радикального перегляду макроекономічної політики, серйозного скорочення обсягів споживання і ресурсів, які надходять в країну? Відповідь можна сформулювати таким чином: наявний дефіцит основних складових платіжного балансу може бути розцінений як прийнятний, коли його усунення можливе за рахунок корегування економічної політики. В іншому випадку досягнення країною стану боргової стійкості буде можливе лише у разі полегшення боргового тягаря [7].

Стрижневим елементом визначення рівня боргової стійкості є боргові показники (коефіцієнти), що використовуються для оцінки здатності країни-дебітора (центрального уряду і господарюючих суб'єктів) виконувати зобов'язання щодо погашення й обслуговування нагромадженого обсягу зовнішнього боргу. Міжнародні фінансові організації (МБРР, МВФ) і країни-члени Паризького клубу застосовують боргові коефіцієнти для класифікації держав-дебіторів, міжнародні рейтингові агентства – для оцінки якості (надійності) боргових зобов'язань і присвоєння суверенних кредитних рейтингів, Організація економічного співробітництва і розвитку –

для розрахунку вартості експортних кредитів, які надаються державам, суверенні позичальники – для оцінки можливих наслідків залучення позик і кредитів [6].

В економічній літературі активно обговорюється питання про те, яким чином і наскільки щільно корелюють макроекономічні показники, що відображають ті або інші параметри розвитку національного господарства, і показники зовнішньої заборгованості. Цей зв'язок підтверджується, проте єдиної точки зору на характер і ступінь взаємодії боргових показників не існує. За активної участі міжнародних валютно-кредитних організацій в останні два десятиліття розроблена система показників, що дозволяє оцінити стан боргової стійкості в площині існуючих ризиків, пов'язаних із державною заборгованістю.

Поняття боргової стійкості, на відміну від поняття платоспроможності, крім здатності країни-позичальниці виконувати реальні боргові зобов'язання, відображає ще й готовність країни платити, а кредиторів – продовжувати розпочате ними кредитування. З огляду на вищезазначене, індикативну систему боргової стійкості пропонуємо аналізувати в рамках трьох груп індикаторів, а саме: індикаторів платоспроможності, ліквідності та боргового навантаження на бюджет (табл. 1–3).

Таблиця 1

**Динаміка показників платоспроможності України в 2009–2011 рр.\***

Індикатори	Нормативне значення у світовій практиці	Нормативне значення в Україні	Фактичне значення			Запас фінансової міцності у 2011 р.
			2009	2010	2011	
Відношення загального обсягу державного боргу до ВВП, %	≤50–60	≤60	31,9	39,4	36,1	+23,91
Відношення обсягу державного зовнішнього боргу до ВВП, %	–	≤25	21,37	25,25	26	–1
Рівень зовнішньої заборгованості на одну особу, дол. США	≤200 – для країн з перехідною економікою	≤200	576,9	759,2	821,1	–621,19
Відношення зовнішнього боргу до річного експорту товарів і послуг, %	≤165	≤70	49,12	54,04	40,39	+29,61
Відношення обсягу внутрішнього боргу до ВВП, %	–	≤30	11,51	14,41	15,34	+14,66

\* Розраховано на основі [1–6].

Як видно із даних табл. 1, із 5 показників платоспроможності по 2 із них перевищено порогові значення, а, враховуючи те, що темпи акумуляції державного боргу впродовж останніх років є надмірними, ймовірність порушення боргової стійкості є високою. Особливо це стосується рівня боргового навантаження на одну особу. Так, за 2010 р. цей показник зріс на 182,3 дол. США на одну особу та перевищив граничну норму на 559,2 дол. США; у 2011 р. зріс ще на 61,9 дол. США і вже перевищив граничне значення на 621,19 дол. США. Значний рівень зовнішньої заборгованості на одну особу, що має тенденцію до зростання, при безпечних і навіть досить низьких значеннях інших індикаторів, свідчить про неефективну структуру державного боргу.

Показники ліквідності, що відображені у табл. 2, характеризуються задовільним станом.

Негативну тенденцію відображає показник відношення міжнародних резервів до короткострокового боргу (показник А. Грінспена). Впродовж 2009–2011 рр. значення цього індикатора постійно знижується: у 2009 р. покриття міжнародними резервами короткострокового боргу склало 67% (0,67), у 2010 р. – 65% (0,65), у 2011 р. – 56% (0,56). Причинами зниження показника є постійне

зростання заборгованості та зниження рівня міжнародних резервів держави.

Щодо показників боргового навантаження на бюджет, то дані табл. 3 свідчать, що відношення заборгованості уряду за державними цінними паперами до ВВП у 2011 р. становило 16,49% при граничному значенні 30%, що є позитивним результатом з огляду на те, що у 2010 р. цей показник становив 18,06%, що свідчить про зменшення навантаження на бюджет (табл. 3).

В процесі дослідження нами встановлено, що жоден граничний показник не дозволяє з високою точністю визначити той поворотний пункт, починаючи з якого борг країн стає економічно неприйнятним, оскільки це здебільшого залежить від власних країні конкретних чинників і обставин (крім коефіцієнта заборгованості). Наприклад, більш високі боргові коефіцієнти викликають менше занепокоєння у країнах із високими темпами зростання експорту, високим відношенням експорту до ВВП і значною часткою боргу в національній валюті у загальній сумі державного боргу [6, 13].

З огляду на вищезазначене, варто скористатися напрацюваннями міжнародних фахівців. Зокрема, слід звернути увагу на аналітичний огляд, підготовлений фахівцями МВФ і Світового банку: “Боргова стійкість

Таблиця 2

Динаміка показників ліквідності у 2009–2011 рр.\*

Індикатори	Нормативне значення у світовій практиці	Нормативне значення в Україні	Фактичне значення			Запас фінансової міцності у 2011 р.
			2009	2010	2011	
Міжнародні резерви до короткострокового боргу, %	100	100	166,4	174,8	178,6	-78,6
Відношення відсоткових платежів з обслуговування зовнішнього боргу до річного експорту товарів і послуг, %	–	≤12	2,31	3,21	6,51	+5,49
Відношення міжнародних резервів до валового зовнішнього боргу, %			99	97	85	–

\* Розраховано на основі [5].

Таблиця 3

**Динаміка показників боргового навантаження на бюджет у 2009–2011 рр.\***

Індикатори	Нормативне значення у світовій практиці	Нормативне значення в Україні	Фактичне значення			Запас фінансової міцності у 2011 р.
			2009	2010	2011	
Відношення заборгованості уряду за державними цінними паперами до ВВП, %	–	≤30	14,0	18,0	16,5	+13,51
Відношення обсягу сукупних платежів з обслуговування внутрішнього боргу до доходів бюджету, %	–	≤25	2,2	4,5	13,2	+11,78
Відношення обсягу сукупних платежів з обслуговування зовнішнього державного боргу до доходів бюджету, %	–	≤20	10,0	4,8	4,5	+15,5
Рівень платежів з обслуговування зовнішнього державного боргу в обсязі видатків бюджету, %	–	–	9,31	3,7	4,3	–

\* Складено на основі [1–4; 6].

в країнах з низьким рівнем доходів – висновки і пропозиції для проведення економічної політики”, опублікований у 2004 р. [8]. В огляді на основі аналізу емпіричних даних низки країн з ринками, що формуються, країн із низькими доходами сформовані висновки про ймовірність настання боргових криз у разі перевищення деяких порогових значень індикаторів, що характеризують відносну величину боргу (табл. 4).

На основі зазначених індикаторів фахівці МВФ запропонували розробляти національні індикативні системи з урахуванням рівня розвитку інституційного середовища та якості проведеної політики (табл. 5).

Рівень розвитку ринкових інститутів і якість економічної політики, на їхню думку,

є ключовими факторами впливу на рівень “прийнятності” заданої величини державного боргу. Так, країни зі слабкими інститутами і неадекватною економічною політикою з вищою ймовірністю підвладні борговій кризі при значно нижчих показниках державного боргу, оскільки не спроможні використовувати залучені кошти з належним ступенем ефективності.

Експерти МВФ, провівши широкомасштабне емпіричне дослідження для країн з ринками, що формуються, на основі історичних даних за останні 30 років дійшли такого висновку: у 35% випадків дефолти оголошують уряди з рівнем державного боргу менше 40% ВВП, а у 55% випадків уряди

Таблиця 4

**Емпіричні діапазони боргової стійкості [8]**

Індикатори	Оцінка Світового банку	Оцінка МВФ
Чиста теперішня вартість боргу у відношенні до ВВП	21–49%	26–58%
Чиста теперішня вартість боргу у відношенні до експорту товарів і послуг	79–300%	83–276%
Чиста теперішня вартість боргу у відношенні до доходів бюджету	142–235%	138–264%

**Граничні значення показників обсягу державного боргу та витрат на його обслуговування (за методологією МВФ), % [8]**

	Оцінка якості ринкових інститутів та ефективності економічної політики		
	Низька	Середня	Висока
Відношення державного боргу до ВВП	30	45	60
Відношення зовнішнього державного боргу до експорту	100	200	300
Відношення державного боргу до доходів бюджету	150	200	250
Обслуговування зовнішнього державного боргу, у % до експорту	15	25	35
Обслуговування державного боргу, у % до доходів бюджету	20	30	40

виявлялися неплатоспроможними при рівні державного боргу менше 60% ВВП [9].

З використанням економіко-математичних методів у середовищі країн з низьким і середнім рівнем доходів Т. П. Вахненко виявила таку закономірність: в умовах боргового навантаження на рівні 60% ВВП ймовірність повного і своєчасного виконання державою своїх боргових зобов'язань становить 70%, а при зниженні боргового навантаження до 35% ВВП така ймовірність підвищується до 85%. Зокрема, встановлено: якщо величина державного боргу становить 75–95% ВВП, то ймовірність невиконання державою своїх боргових зобов'язань дорівнює 50%; якщо рівень державного боргу знижується до 68–78% ВВП, то ймовірність реструктуризації боргу чи дефолту зменшується до 40%; якщо ж обсяги непогашеного боргу перебувають на рівні 58–64% ВВП, то така ймовірність складає 30% [10, с. 472].

Зважаючи на вищевикладені обґрунтування, максимально допустимий обсяг державного боргу України доцільно встановити на рівні 40% ВВП. Проведення боргової політики уряду з орієнтацією на такий граничний рівень перешкоджатиме виникненню кризи платіжного балансу України, позитивно впливатиме на рівень відсоткових ставок в економіці і динаміку приватного інвестування, створюватиме надійні

підвалини для зниження темпів інфляції та забезпечення збалансованості державних фінансів України.

У результаті дослідження приходимо до таких висновків і узагальнень:

1. Оцінка боргової стійкості держави створює підґрунтя для вироблення обґрунтованих пропозицій щодо регулювання розміру і структури державного боргу та є вихідним пунктом для розробки боргової стратегії країни.

2. При розробці основних показників боргової стійкості України доцільно враховувати:

– по-перше, рекомендовані фахівцями МВФ і Світового банку порогові значення індикаторів боргової стійкості, які встановлюються емпірично та не є еталонними, оскільки не існує апіорного боргового показника;

– по-друге, прогноз основних показників соціально-економічного розвитку країни та витрат з погашення й обслуговування державного боргу органів державного управління.

3. Боргові показники доцільно використовувати в динаміці, в контексті середньострокових сценаріїв прогнозування заборгованості, а не в якості статичних показників. Крім того, їх потрібно аналізувати з урахуванням найважливіших економічних і фінансових змінних, особливо з очікуваними темпами зростання і відсотковими став-

ками, сальдо поточного рахунка платіжного балансу, дефіцитом бюджету.

4. Для своєчасного обслуговування державних зобов'язань доцільно забезпечити продуктивну віддачу від капіталу, що використовується в економічному кругообігу. Для цього необхідно домагатися переорієнтації боргової політики на вирішення стратегічних завдань розвитку національної економіки із запровадженням системи фінансування за рахунок позик пріоритетних проектів загальнонаціонального значення у галузях матеріально-технічної інфраструктури та надання підтримки розвитку експортно-орієнтованих і високотехнологічних виробництв.

#### Література

1. Аналітичні матеріали щодо державного боргу / Міністерство фінансів України [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/>
2. Довідка щодо державного та гарантованого державою боргу / Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://minfin.kmi.gov.ua/control/uk/publish>
3. Методика розрахунку рівня економічної безпеки України (додаток 1) від 02.03.2007 р. № 60 / Міністерство економіки України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.me.gov.ua/control/uk/publish>
4. Основні макроекономічні показники за 2009–2011 рр. / Державний комітет статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua/>
5. Аналітичні матеріали щодо валового зовнішнього боргу України за 2009–2011 рр. / Національний банк України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/Statist/>
6. *Global Financial Stability Report*. / *International Monetary Fund*. – 2010. – №1 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org>.
7. *Руководящие принципы управления государственным долгом. Сопроводительный документ* / *Международный валютный фонд, Всемирный банк*. – Ноябрь, 2002.
8. *Debt Sustainability in Low-Income Countries- Proposal for an Operational Framework and Policy Implications*. Approved by Mark Allen and Gobind Nankant. February 3, 2004. – P. 20. [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/np/pdr/sustain/2004/020304.htm>
9. *International Monetary Fund. Public Debt in Emerging Markets / World Economic Outlook*. – 2003. – №3. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org>. – P. 89–92.
10. Вахненко Т. П. Зовнішні боргові зобов'язання у системі світових фінансово-економічних відносин: Моногр. – К.: Фенікс, 2006. – 536 с.