

**Лондар С. Л.,**

доктор економічних наук, професор,  
віце-президент  
ДННУ “Академія фінансового управління”

**Башко В. Й.,**

кандидат економічних наук,  
старший науковий співробітник  
відділу управління державним боргом  
Науково-дослідного фінансового інституту  
ДННУ “Академія фінансового управління”

## ПІДХОДИ ДО СИСТЕМАТИЗАЦІЇ Й КОНТРОЛЮ РИЗИКІВ, ПОВ'ЯЗАНИХ ІЗ УПРАВЛІННЯМ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ В УКРАЇНІ

*Систематизовано ризики, пов'язані з управлінням державним боргом. Запропоновано підходи щодо оцінки безпечного рівня державних запозичень, за якого не виникає потреби у виняткових заходах для фінансування дефіциту бюджету та виконання зобов'язань перед кредиторами. Визначено обсяги дефіциту бюджету й державного боргу, необхідні для утримання безпечного рівня державних запозичень.*

*In this paper debt management risks are systemized. Approaches to assess government borrowing to GDP ratio in which there is no need for exceptional measures to finance the budget deficit and to meet obligations to creditors are presented. The budget deficit and public debt to GDP ratio to maintain safe government borrowing level are calculated.*

**Ключові слова:** ризик рефінансування, валютний ризик, управління державним боргом, рівень державних запозичень, фінансування бюджету.

У Програмі економічних реформ на 2010—2014 роки “Заможне суспільство, конкурентоспроможна економіка, ефективна держава”<sup>1</sup> ставиться завдання поліпшення управління державними фінансами через запровадження середньострокового бюджетного планування, комплексне застосування програмно-цільового методу для бюджетів усіх рівнів. У Програмі та новій редакції Бюджетного кодексу України, прийнятій у 2010 р., зокрема, передбачається поліпшення планування показників державного боргу, у т. ч. контролю ризиків, пов'язаних із управлінням боргом.

Із метою реформування державних фінансів у частині управління державним боргом Національним планом дій на 2012 рік стосовно впровадження Програми економічних реформ на 2010—2014 роки<sup>2</sup> (далі — Національний план) передбачено:

<sup>1</sup> Заможне суспільство, конкурентоспроможна економіка, ефективна держава : програма економічних реформ на 2010—2014 роки [Електронний ресурс]. — Режим доступу: [http://www.president.gov.ua/docs/Programa\\_reform\\_FINAL\\_1.pdf](http://www.president.gov.ua/docs/Programa_reform_FINAL_1.pdf).

<sup>2</sup> Національний план дій на 2012 рік щодо впровадження Програми економічних реформ на 2010—2014 роки “Заможне суспільство, конкурентоспроможна економіка, ефективна держава” [Електронний ресурс]. — Режим доступу: [http://www.president.gov.ua/docs/187\\_2012\\_National\\_plan.pdf](http://www.president.gov.ua/docs/187_2012_National_plan.pdf).

1. Затвердження Середньострокової стратегії управління державним боргом на 2012—2014 роки з використанням визначених кількісних цільових орієнтирів управління державним боргом.

2. Запровадження, з метою економії бюджетних коштів на обслуговування державного боргу, системи контролю ризиків, пов'язаних із управлінням державним боргом.

Для виконання зазначених завдань треба створити систему прогнозування показників державного боргу в сучасних умовах та формування моніторингу системи показників, пов'язаних із первинними факторами впливу на борг.

Слід наголосити, що зазначені заходи здійснюються в рамках переходу до середньострокового бюджетного планування, котре, як свідчить європейський досвід, має п'ять основних складових<sup>3</sup>:

1) узгоджена державна програма (стратегія) соціально-економічного розвитку;

2) інститути й процедури, які забезпечують якісне середньострокове макроекономічне й бюджетне прогнозування;

3) фіскальні правила, зокрема в частині визначення середньострокових параметрів державного боргу й бюджетного дефіциту/профіциту;

4) процедури й механізми формування “бюджетних лімітів” для головних розпорядників коштів, моніторингу та забезпечення їх виконання;

5) механізми поєднання елементів “річного” й “середньострокового” в бюджетному плануванні (середньострокові бюджетні програми, програмно-цільовий метод, інвестиційні програми тощо).

Практично всі зазначені складові більшою чи меншою мірою присутні в Україні й удосконалюються.

*Перша складова.* За ініціатииви Президента України на розгляд Верховної Ради України було подано проект Закону “Про внесення змін до деяких законодавчих актів України (щодо системи програмних документів)” (реєстр. № 9665 від 30.12.2011), який було прийнято 17 травня 2012 р.<sup>4</sup> Законом передбачено внесення змін у законодавчі акти України, а саме:

— проект Основних напрямів бюджетної політики на плановий бюджетний період та прогноз державного бюджету на наступні за плановим два бюджетних періоди базуються лише на щорічних посланнях Президента України. При цьому виключаються повноваження Верховної Ради України

---

<sup>3</sup> *Тайнен Я. ван* Бюджетна політика Нідерландів : доповідь для слухачів, залучених до проекту KGS08/UA/4/1 “Qualification and retraining civil servants in the financial system of Ukraine”, трав. 2012 р. / Ян ван Тайнен (Міністерство фінансів Нідерландів); *Knorz T.* The Budget System of the Federal Republic of Germany / Т. Knorz [Електронний ресурс]. — Режим доступу: [http://www.bundesfinanzministerium.de/nn\\_54338/DE/BMF\\_Startseite/Service/Downloads/Abt\\_II/001\\_templateId=raw.property=publicationFil%20e.pdf](http://www.bundesfinanzministerium.de/nn_54338/DE/BMF_Startseite/Service/Downloads/Abt_II/001_templateId=raw.property=publicationFil%20e.pdf).

<sup>4</sup> Про внесення змін до деяких законодавчих актів України (щодо системи програмних документів) : закон України від 30.12.2011 № 9665 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: [http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb\\_n/webproc\\_1?pf3511=42256](http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb_n/webproc_1?pf3511=42256).

щодо визначення бюджетної політики на наступний бюджетний період (зміни в Бюджетному кодексі України);

— програма діяльності Кабінету Міністрів України також має базуватися на щорічних посланнях Президента України. Отже, КМУ повинен видавати акти на основі та на виконання не тільки Конституції України, законів України, актів Президента України, а й щорічних послань Президента України (зміни в Законі України “Про Кабінет Міністрів України”);

— до переліку основних завдань центральних органів виконавчої влади й місцевих державних адміністрацій включається виконання ними щорічних послань Президента України (зміни в законах України “Про місцеві державні адміністрації” та “Про центральні органи виконавчої влади”);

— виключається необхідність розробки й затвердження щорічної Державної програми економічного й соціального розвитку України (зміни в законах України “Про державне прогнозування та розроблення програм економічного і соціального розвитку України” та “Про державні цільові програми”).

Законом України “Про внесення змін до деяких законодавчих актів України (щодо системи програмних документів)” розширено повноваження Президента України відповідно до змін, внесених у Конституцію України, підвищується роль ініційованих ним стратегічних документів у системі документів державного стратегічного планування, насамперед щорічних послань до Верховної Ради України про внутрішнє й зовнішнє становище країни.

Зміни, внесені зазначеним законом, враховуються в контексті виконання Національного плану щодо підготовки законопроекту “Про державне стратегічне планування”.

*Друга складова.* На виконання п. 4.2.1 Національного плану у 2012 р. Міністерством фінансів України вперше розроблено й подано Кабінету Міністрів України середньостроковий бюджетний прогноз, який містить індикативні показники для головних розпорядників бюджетних коштів на 2013 і 2014 рр.<sup>5</sup> На сьогодні відпрацьовуються процедури, взаємодія інституцій, методики для забезпечення якісного середньострокового бюджетного прогнозування.

*Третя складова.* У гл. 3 нової редакції Бюджетного кодексу України визначено джерела фінансування бюджету, порядок надання гарантій держави щодо виконання боргових зобов'язань суб'єктів господарювання, здійснення місцевих запозичень; передбачено, що граничний обсяг державного й гарантованого державою боргу не повинен перевищувати 60 % ВВП.

Відповідно до Національного плану, затверджено Середньострокову стратегію управління державним боргом на 2012—2014 роки з передбаченням

<sup>5</sup> Про схвалення прогнозу Державного бюджету України на 2013—2014 роки : постанова Кабінету Міністрів України від 05.04.2012 № 318 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/318-2012-%D0%BF>.

кількісних орієнтирів управління державним боргом. Зокрема, на 2013 і 2014 рр. встановлено цільовий показник дефіциту державного бюджету на рівні 0,8 і 1 % ВВП. Утім, процедура формування “бюджетних правил” на середньострокову перспективу ще повинна бути розроблена.

*Четверта складова.* Міністерством фінансів України готуються Методичні рекомендації головним розпорядникам бюджетних коштів щодо розрахунку видатків та надання кредитів на середньострокову перспективу, а також процедури встановлення лімітів і затвердження середньострокових планів міністерств із урахуванням індикативних показників, що надаються в середньостроковому прогнозі.

*П'ята складова.* Міністерством фінансів України розробляються процедури використання середньострокового програмно-цільового методу на рівні як головних розпорядників, так і місцевих бюджетів, а також інших складових середньострокового бюджетного планування, здійснюється їх узгодження з показниками поточного бюджету.

Таким чином, на виконання Національного плану Міністерством фінансів України розробляється система контролю ризиків, пов'язаних із управлінням державним боргом, що передбачає досягнення економії бюджетних коштів на обслуговування державного боргу.

*Ризик, пов'язаний із управлінням державним боргом,* — це відхилення ймовірнісного характеру від планових показників, виражене у відносних або абсолютних величинах, що призводить до погіршення можливостей вчасного й у повному обсязі виконання боргових зобов'язань держави перед кредиторами, фінансування інших статей державного бюджету за рахунок залучення боргових зобов'язань, а також до зростання витрат державного бюджету внаслідок збільшення сум погашення й обслуговування боргу.

Негативні явища, для нівелювання котрих здійснюється управління борговими ризиками, є взаємопов'язаними. Зокрема, зростання витрат на погашення й обслуговування державного боргу, а також виникнення потреби у фінансуванні бюджету за іншими статтями підвищує ризик невиконання боргових зобов'язань загалом. У свою чергу, погіршення показників боргової стійкості, а отже, можливостей вчасного й у повному обсязі виконання боргових зобов'язань держави перед кредиторами, призводить до збільшення вартості обслуговування боргу, зниження попиту на державні боргові зобов'язання, що випускаються для фінансування інших статей бюджету. Тому є потреба в систематизації ризиків, пов'язаних із управлінням державним боргом, та оцінці найвпливовіших із них з огляду на обсяг, структуру та інші особливості державного боргу України.

*Ризик рефінансування* — це ризик зростання обсягів погашення й обслуговування боргу понад прийнятний чи запланований рівень у результаті цілеспрямованих операцій із державним боргом у попередніх періодах та/або

недооцінки ринкових ризиків у минулому, а також погіршення умов запозичень (процентних ставок, валюти, у якій номіновано або щодо котрої індексуються боргові зобов'язання, строку до погашення), що здійснюватимуться в майбутньому з метою виконання зобов'язань за чинними угодами. Враховуючи те, що платежі за користування кредитними ресурсами в загальній сумі виконання зобов'язань перед кредиторами становлять близько третини, а також те, що вчасне обслуговування державного боргу є обов'язковим для його наступного рефінансування, при оцінці цього ризику доцільно враховувати й можливу зміну процентів за користування коштами. До ринкових належать валютний, процентний ризики та ризик зменшення строків обігу (рис. 1).

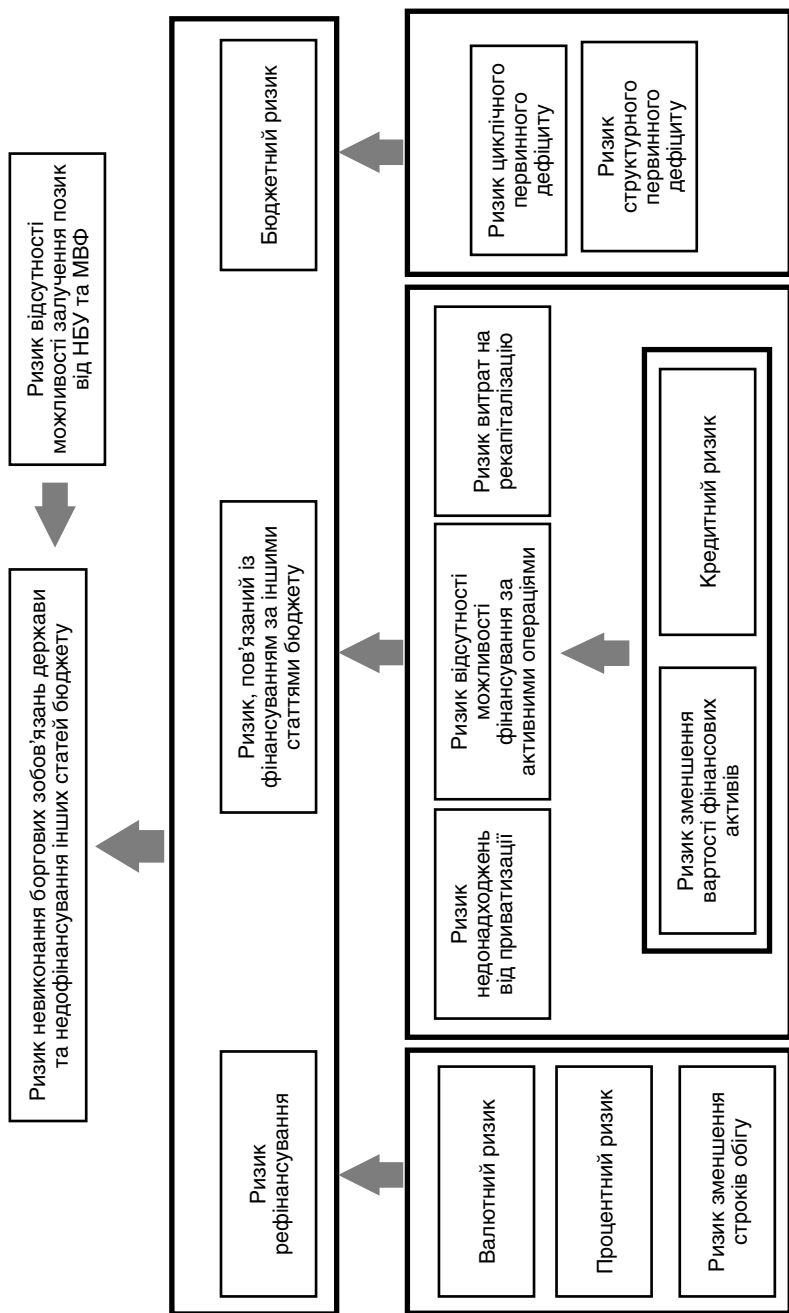
*Валютний ризик* — це ризик зростання витрат на погашення й обслуговування державного боргу понад очікувану величину в результаті зміни вартості національної валюти відносно іноземних валют, у яких номіновано або щодо котрих індексуються ставка за борговими зобов'язаннями. Рівень валютних ризиків залежить від структури державного боргу, зокрема його обсягу в іноземній валюті, та від коливань валютних курсів. Для оцінки зміни валютного курсу доцільно враховувати фактори, що впливають на нього в короткостроковій (умови зовнішньої торгівлі, кон'юнктуру на зовнішніх фінансових ринках, обсяги золотовалютних резервів) та в довгостроковій перспективах (рівень цін за паритетом купівельної спроможності).

*Процентний ризик* — це ризик зростання витрат на обслуговування боргових зобов'язань понад очікувану величину в результаті підвищення плаваючих і фіксованих процентних ставок, передбачених умовами існуючих і майбутніх боргових зобов'язань.

Збільшення фіксованих процентних ставок може відбутися, зокрема, внаслідок підвищення рівня державних запозичень та/або рівня витрат на погашення й обслуговування боргу, що сприймається фінансовим ринком як свідчення погіршення фінансового стану позичальника. Ще однією причиною є погіршення кон'юнктури на фінансових ринках та зменшення їхньої ємності. При прогнозуванні можливої зміни фіксованих процентних ставок доцільно враховувати рівень переоцінки активів на фондових ринках, на ринку нерухомості, прогноз руху капіталів та умов зовнішньої торгівлі, перспективи економічного розвитку. Важливим фактором зміни плаваючої процентної ставки, яка періодично переглядається виходячи зі значень базових ставок, є рівень інфляції в Україні та в інших країнах.

*Ризик зменшення строків обігу запланованих державних зобов'язань* пов'язаний зі зростанням витрат на погашення державного боргу понад очікуваний рівень в умовах погіршення стану фінансових ринків та зменшення середньозваженого строку до погашення державного боргу.

*Бюджетний ризик* пов'язаний зі збільшенням первинних видатків і кредитування з державного бюджету та/або зниженням доходів бюджету, наслідком



Джерело: складено авторами.

Рис. 1. Систематизація ризиків, пов'язаних із державним боргом

чого може бути підвищення рівня первинного дефіциту бюджету та зростання державних запозичень понад запланований або прийнятний рівень. Первинний дефіцит бюджету має структурну й циклічну складові. Циклічна складова пов'язана зі зміною макроекономічної кон'юнктури та визначається на основі оцінки рівня ВВП-розриву (співвідношення фактичного й потенційного обсягів ВВП), а також еластичності окремих статей доходів і видатків бюджету до ВВП-розриву. Структурний первинний дефіцит бюджету зумовлений дискреційними заходами держави (зміна ставок оподаткування, зростання видатків напередодні виборів, старіння населення), які безпосередньо не пов'язані з коливаннями економічної кон'юнктури.

*Ризик необхідності фінансування бюджету за іншими статтями* є результатом можливого недовиконання плану надходжень за цими статтями, унаслідок чого виникає потреба в збільшенні державних запозичень. Складовими цього ризику є ризик недонадходжень від приватизації, ризик потреби фінансування за активними операціями та ризик появи або збільшення витрат на рекапіталізацію підприємств. У свою чергу, ризик фінансування за активними операціями обумовлюється кредитним ризиком (невиконання контрагентами зобов'язань перед державою) та ризиком зменшення вартості ліквідних фінансових активів, надходження від реалізації яких були заплановані в бюджеті.

Окремо варто розглядати також *ризик ліквідності* як наслідок раптового зменшення ліквідних активів унаслідок виникнення непередбачених витрат із державного бюджету та/або тимчасових проблем із фінансуванням бюджету в короткостроковому періоді. Зменшення ризику ліквідності можна досягти за рахунок формування рівномірнішого графіка платежів із погашення й обслуговування державного боргу.

*Ризик відсутності можливості прямого чи опосередкованого залучення позик від Національного банку України та Міжнародного валютного фонду* пов'язаний із системою взаємовідносин уряду й зазначених організацій. Участь у наданні позик як НБУ, так і МВФ, котрі виконують роль останнього кредитора, є винятковою подією. На законодавчому рівні в багатьох країнах світу емісійні кошти заборонено прямо чи опосередковано залучати для фінансування бюджету. Особливо це стосується країн, національні валюти яких не належать до резервних. Відповідно до ст. 54 Закону України “Про Національний банк України” від 20.04.1999 № 679-XIV (зі змінами), Національний банк не має права надавати кредити в національній та іноземній валюті як прямо, так і опосередковано, через державну установу, іншу юридичну особу, майно котрої перебуває в державній власності, на фінансування витрат державного бюджету України. А також купувати на первинному ринку цінні папери, емітовані Кабінетом Міністрів України, державною установою, іншою юридичною особою, майно якої перебуває в державній власності. Тому надання НБУ кредитів уряду в 1992—1996 рр., а також придбання ОВДП протягом

1996—2000 і 2008—2011 рр. треба розглядати як виняток, обумовлений неможливістю профінансувати бюджет у інший спосіб.

Варто зазначити, що з економічної точки зору заборона центральному банку брати участь у фінансуванні бюджету є дискусійним питанням. Якщо за рахунок проведення ефективної антициклічної політики банк накопичив значні обсяги золотовалютних резервів або емітує резервну валюту, втрати від емісійного фінансування в кризові періоди будуть нижчими, ніж у разі його невтручання в процес розв'язання бюджетних проблем.

МВФ у окремі періоди виступав опосередкованим кредитором при фінансуванні уряду Національним банком України. Зокрема, у 1990-х роках МВФ надавав кредити на підтримку курсу національної валюти, міжнародних резервів держави та активних позицій платіжного балансу. Однак, оскільки емісійне фінансування бюджету було однією з головних причин необхідності підтримки курсу національної валюти й платіжного балансу, одержані Україною кредити МВФ спрямовувалися на фінансування бюджету в кризові періоди. Зокрема, у 1995—1999 рр. при сумі отриманих кредитів і позик від МВФ у 3,3 млрд дол. США загальний обсяг емісійного фінансування бюджету становив 6,4 млрд дол. У 2008—2011 рр. ці показники були ще більшими — відповідно 14,0 і 17,9 млрд дол. США (табл. 1).

Тому при оцінці ризиків невиконання боргових зобов'язань держави та недофінансування інших статей бюджету, крім традиційних ризиків, потрібно враховувати можливість виняткового фінансування з боку вищезазначених інституцій.

При оцінці боргових ризиків для їх контролю важливо визначити необхідні показники. Як уже зазначалось, інформативними інтегральними показниками для оцінки ризику, пов'язаного з управлінням державним боргом, можуть бути рівень виплат на погашення й обслуговування боргу та рівень державних запозичень. Розгляд першого показника як індикатора можливого браку коштів на виконання боргових зобов'язань уряду зумовлений тим, що він інтегрально характеризує спроможність уряду виконувати свої боргові зобов'язання за рахунок власних джерел в умовах обмеження можливостей залучення нових боргових зобов'язань. Під власними джерелами здебільшого маються на увазі доходи бюджету. Хоча, з огляду на можливість зміни співвідношення доходів бюджету й ВВП, доцільно в такій ролі розглядати також ВВП. Першим показником охоплюється поточний обсяг державного боргу, його середньозважений строк до погашення, а також усі види ринкових ризиків, що можуть призвести до зростання вартості погашення й обслуговування державного боргу. Другий показник є ширшим, оскільки враховує існуючі боргові зобов'язання перед кредиторами, а також можливість залучення боргових зобов'язань для фінансування інших статей бюджету протягом планового періоду — первинних видатків, витрат на рекапіталізацію підприємств реального й фінансового



Таблиця 1. Придбання НБУ та МВФ боргових зобов'язань уряду України в 1995—2011 рр.

Показник	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Фінансування уряду за рахунок коштів НБУ та МВФ, млн грн	2 943	1 753	1 207	4 732	3 726	-496	-767	-309	-1 051	-1 769	-6 640	-253	-253	8 292	94 395	29 167	20 860
Фінансування уряду за рахунок коштів МВФ, млн грн	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	52 840	16 071	0
Фінансування уряду за рахунок НБУ, млн грн	2 943	1 753	1 207	4 732	3 726	-496	-767	-309	-1 051	-1 769	-6 640	-253	-253	8 292	41 555	13 096	20 860
У т. ч. кредити НБУ уряду	2 943	1 346	0	0	0	0	0	0	0	-708	-252	-253	-253	-255	0	-132	-132
обсяг ОВДП у НБУ	0	407	1 614	6 346	10 072	9 576	8 809	8 500	7 449	6 388	0	0	0	8 547	50 102	63 330	84 322
Всього надходжень від МВФ, млн дол. США	1 216	776	283	275	78	-604	-79	-191	-215	-313	-296	-409	-441	4 143	8 072	3 429	0
з них одержано	1 216	776	283	381	635	245	375	0	0	0	0	0	0	4 475	8 159	3 429	0
погашено	0	0	0	-106	-557	-849	-454	-191	-215	-313	-296	-409	-441	-332	-87	0	0
Кредити й позики від МВФ НБУ, млн дол. США	1 216	776	283	275	78	-604	-79	-191	-215	-313	-296	-409	-441	4 143	1 228	1 401	0
з них одержані	1 216	776	283	381	635	245	375	0	0	0	0	0	0	4 475	1 315	1 401	0
погашені	0	0	0	-106	-557	-849	-454	-191	-215	-313	-296	-409	-441	-332	-87	0	0
Кредити й позики від МВФ уряду, млн дол. США	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	4 798	2 028	0
з них одержані	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	4 798	2 028	0
погашені	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Розподіл СПЗ, млн дол. США	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2 046	0	0

Джерело: кредити від НБУ уряду — дані Міністерства фінансів України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua/>; обсяг ОВДП у НБУ за 1996—2002 рр. — авторські оцінки; за 2003—2011 рр. — дані НБУ [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/>; кредити й позики від МВФ за 1995—1997 рр. — дані МВФ [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.imf.org/external/russian/index.htm>; за 1998—2011 рр. — НБУ [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/>

секторів тощо. Зазначені статті витрат можуть певною мірою конкурувати зі статтями на погашення й обслуговування боргу або схилити уряд до проведення більш ризикової боргової політики.

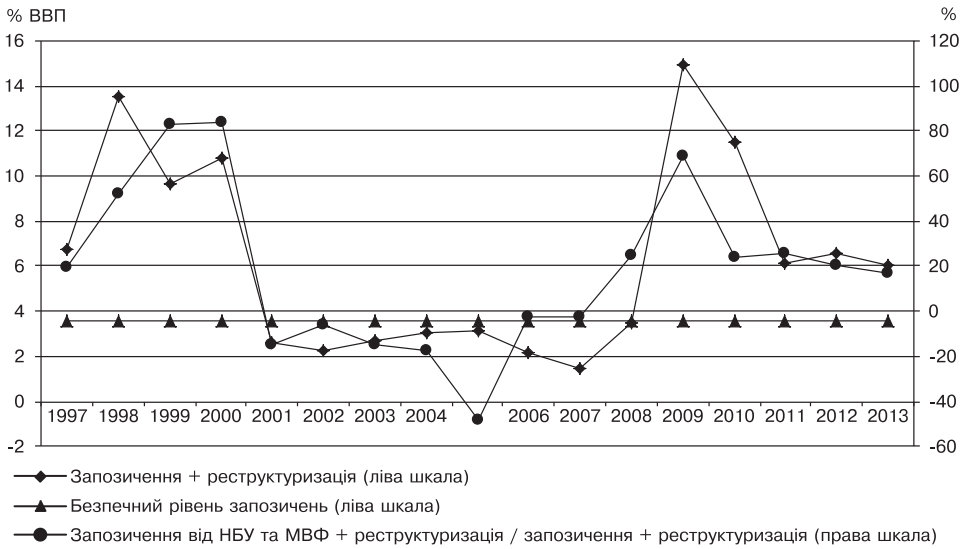
Оцінка рівня боргових ризиків за неможливості здійснення запозичень на фінансових ринках, потрібних для вчасного й повного виконання зобов'язань перед кредиторами або фінансування інших статей, повинна здійснюватися з урахуванням імовірності вжиття виняткових заходів щодо операцій із державним боргом і запозиченнями. Виняткові заходи — це залучення позик від НБУ й МВФ чи реструктуризація державного боргу на не вигідних для кредиторів умовах. При перевищенні певного рівня державних запозичень ринкові кредитори бюджету сприйматимуть це як інформацію про істотне погіршення фінансового стану й платоспроможності уряду, а тому не захочуть надавати йому додаткові обсяги позик або реструктуризувати існуючі боргові зобов'язання на не вигідних для них умовах у сумі, яка перевищує безпечний рівень державних запозичень. Як наслідок, уряд звертається по допомогу до кредиторів останньої інстанції (НБУ чи МВФ). У разі відсутності підтримки з їхнього боку йому доведеться зменшити інші статті фінансування бюджету за рахунок державних запозичень або оголосити про неможливість виконання боргових зобов'язань перед кредиторами, змусивши останніх погодитися на реструктуризацію, що, як правило, передбачає погіршення умов запозичень порівняно з умовами за існуючими борговими зобов'язаннями.

При аналізі статистичних даних, котрі відображають обсяги необхідних запозичень із метою здійснення витрат на погашення й обслуговування державного боргу, а також на фінансування інших статей бюджету за рахунок залучення боргових зобов'язань, доцільно враховувати не лише фактичні обсяги запозичень, а й обсяги передбачених умовами договорів, але не виконаних платежів із погашення й обслуговування державного боргу протягом років, у яких приймалися рішення про реструктуризацію. Зокрема, у 1998—2000 рр., коли було проведено примусову реструктуризацію ОВДП, а також у 2000—2001 рр., коли відбулася реструктуризація зовнішніх комерційних кредитів і ОЗДП<sup>6</sup> на менш вигідних для інвесторів умовах, що було оцінене міжнародними рейтинговими агентствами як випадок дефолту. Аналіз показує, що в умовах України безпечний рівень державних запозичень становить 4 % ВВП (рис. 2). У разі перевищення цієї межі існує висока ймовірність виникнення необхідності залучення емісійних коштів або допомоги від МВФ.

Для оцінки середніх значень дефіциту бюджету, рівня державного боргу в довгостроковому періоді, за яких величина державних запозичень, залежно від середньозваженого строку до погашення, не перевищуватиме визначеної безпечної межі, доцільно розглянути взаємозв'язок цих показників.

---

<sup>6</sup> Обсяги реструктуризації платежів, що припадали на 2001 р., не було враховано, оскільки вони були наслідком рішення, прийнятого у 2000 р.



Джерело: побудовано за даними Державної казначейської служби України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://treasury.gov.ua/>; Національного банку України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/>

Рис. 2. Рівень державних запозичень та частка емісійного фінансування в Україні

Вважатимемо, що державні запозичення здійснюються головним чином для фінансування дефіциту бюджету, а також погашення боргових зобов'язань. Допустимий рівень дефіциту бюджету в довгостроковому періоді, за якого рівень державного боргу  $D$  залишатиметься незмінним, можна оцінити за величиною зниження рівня державного боргу. За інших незмінних умов унаслідок зростання номінального ВВП із темпом  $i$ :

$$D - \frac{D}{(1+i)} = \frac{Di}{(1+i)}$$

Рівень погашення боргових зобов'язань  $A$  за умови щорічного дотримання граничних показників дефіциту бюджету та середньозваженого строку до погашення  $\tau$ , а також відсутності короткострокових запозичень, погашення котрих необхідно буде здійснювати вже протягом поточного року, становитиме:

$$A = \frac{D}{2\tau}$$

Таким чином, за щорічного зростання номінального обсягу ВВП на 10 % та середнього строку до погашення три роки граничні значення структурного дефіциту бюджету й державного боргу становитимуть 1,5 і 16,5 % ВВП, чотири роки — 1,8 і 20,1 % ВВП; п'ять років — 2 і 22 % ВВП відповідно (табл. 2).

Як бачимо, з метою мінімізації ризиків, пов'язаних із управлінням державним боргом, рівень державних запозичень та дефіциту бюджету повинен

Таблиця 2. Оцінка граничних значень дефіциту бюджету й державного боргу, необхідних для досягнення рівня державних запозичень у 4 % ВВП

Показник	Середньозважений строк до погашення, років								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Державний борг, % ВВП	7,3	12,6	16,5	20,1	22,0	24,0	25,7	27,1	28,3
Дефіцит бюджету, % ВВП	0,67	1,14	1,50	1,83	2,0	2,18	2,33	2,46	2,57
Погашення боргу, % ВВП	3,33	2,9	2,5	2,2	2,0	1,8	1,7	1,5	1,4

*Джерело:* розраховано авторами.

становити щонайбільше 4,0 і 1,8–2,0 % ВВП відповідно. Проте під час кризових явищ в Україні ці показники істотно перевищували безпечний рівень, зокрема у 2009 і 2010 рр. рівень державних запозичень становив до 15,0 і 11,5 % ВВП (див. рис. 2).

Це змушувало уряд вдаватися до запозичень від НБУ й МВФ або вживати інших виняткових заходів для обслуговування державного боргу. Економічною причиною цього є висока залежність національної економіки від умов зовнішньої торгівлі й руху капіталів. Одним із ефективних заходів щодо зменшення ризиків, пов'язаних із управлінням державним боргом в Україні, є створення стабілізаційного фонду, котрий наповнювався б у період сприятливої кон'юнктури та міг би використовуватися на фінансування дефіциту й інших статей бюджету за рахунок своїх активів. Це надасть додаткові можливості для зменшення валютних ризиків, підвищення рівня кредитоспроможності країни та відповідного зниження вартості державних запозичень для уряду.