

Т. П. Богдан

ДЕРЖАВНИЙ БОРГ УКРАЇНИ: ОСОБЛИВОСТІ ФОРМУВАННЯ ТА УПРАВЛІННЯ В СУЧАСНИХ УМОВАХ

Розкрито значення граничних показників боргового навантаження у рамках методики оцінки боргової стійкості. Обґрунтовано актуальність проблематики боргового навантаження для України та доведено, що граничний обсяг державного боргу для країн з ринками, що формуються, не перевищує 40 % ВВП. Оцінено ризики боргової позиції України та визначено потенційно небезпечні види умовних зобов'язань держави. З використанням інструментарію економіко-математичного моделювання доведено взаємозв'язок обсягу державного боргу України і вартості державних запозичень. Обґрунтовано основні напрями вдосконалення макрофінансової і боргової політики держави.

Critical values of public debt burden indicators as a component of debt sustainability analysis are discussed. Urgency of public debt problems for Ukraine is substantiated and the fact that public debt limit for emerging countries should not exceed 40 % of GDP is proved. Risks of the Ukrainian debt position are evaluated and most risky contingent liabilities are identified. On the basis of econometric modeling, relationship between public debt volume in Ukraine and interest rates on government borrowings are proved. Main directions of debt policy and macro-financial policy for Ukraine are proposed.

Ключові слова: державний борг, умовні зобов'язання держави, борговий ліміт, аналіз боргової стійкості, спред суверенних облігацій, обслуговування боргу.

Боргова політика держави як важливий компонент макроекономічної стабільності та вагома складова фінансової політики традиційно привертала увагу і вчених-економістів, і практиків-управлінців. Адже державні позики можуть прискорити економічне зростання за рахунок фінансування продуктивних інвестицій та пом'якшити вплив несприятливих зовнішніх економічних факторів. Проте, якщо нація або уряд накопичують боргові зобов'язання понад рівень, який вони здатні обслуговувати, виникає загроза боргової кризи, яка стане детонатором фінансової і гальмуватиме економічну діяльність. За оцінками Д. Фурсері й А. Здінські, боргові кризи спричиняють падіння реального випуску на 6—12 %, а їхні наслідки проявляються упродовж восьми років після дефолту¹.

У світовій практиці досить поширеним інструментом запобігання надмірному борговому навантаженню є аналіз боргової стійкості (*debt sustainability analysis*). З його допомогою встановлюються взаємозв'язки обсягів і структури державних позик, з одного боку, та нинішнього і майбутнього потенціалу країни (спроможності уряду) обслуговувати накопичені борги — з другого.

Боргова стійкість або стійкість державного боргу — це спроможність держави виконувати власні боргові зобов'язання, як поточні, так і майбутні,

¹ Furceri D. How Costly Are Debt Crises? / D. Furceri, A. Zdzienicka // Journal of International Money and Finance. — 2012. — Vol. 31, No 4. — P. 726—742.

вчасно й у повному обсязі, уникаючи реструктуризації боргу, накопичення заборгованості за платежами і не вдаючись до значного коригування доходів і витрат держави².

Стандартна процедура оцінювання боргової стійкості включає: 1) аналіз рівня боргового навантаження і розміру боргових виплат у рамках базового сценарію і обраних стрес-тестів; 2) оцінювання боргових ризиків на основі індикативних граничних показників розміру державного боргу та витрат на його обслуговування; 3) розроблення пропозицій щодо боргової стратегії уряду, спрямованих на досягнення тривалої боргової стійкості³. Аналіз боргової стійкості регулярно проводиться міжнародними фінансовими організаціями для певних груп країн, а МВФ щорічно аналізує боргову стійкість країн — позичальниць Фонду під час підготовки програм співробітництва та у процесі контролю їх виконання.

Боргова стійкість оцінюється за показниками поточного і прогнозованого обсягу державного боргу та його обслуговування, що порівнюються з індикаторами потенціалу держави виконувати боргові зобов'язання (ВВП, експортних надходжень, доходів бюджету тощо). У рамках стандартного підходу передбачається, що за результатами стрес-тестів боргова позиція країни має залишатися міцною (тобто боргові показники не повинні досягати критичних значень) не лише в базових умовах, але й у випадку можливих шоків ситуацій. Основним елементом методики оцінки боргової стійкості є вибір адекватних граничних показників боргового навантаження з урахуванням специфічних умов країн і результатів емпіричних досліджень.

За висновками численних емпіричних досліджень зарубіжних та вітчизняних вчених, економічно безпечний розмір державного боргу для країн з ринками, що формуються, не перевищує 25—40 % ВВП. Зокрема, з допомогою економіко-математичних методів автором виявлено таку закономірність: ймовірність розгортання боргової кризи у країні з обсягом державного боргу на рівні 58—66 % ВВП становить 30 %, а для того, аби ймовірність порушення графіка боргових платежів державою не перевищувала 15 %, державний борг має бути меншим 35 % ВВП⁴.

У міжнародній практиці вважається, що показники державного боргу та його обслуговування досягають небезпечного рівня тоді, коли вони наближаються до рівня, за якого держави змушені припинити обслуговування боргу і ставити перед кредиторами питання про його реструктуризацію чи списання.

² Твердження про уникнення серйозних коригувань доходів і витрат, яке лежить в основі концепції боргової стійкості, відображає соціальні і політичні обмеження для залучення до бюджету значних сум додаткових доходів чи масштабного скорочення бюджетних видатків, що впливають на готовність уряду виконувати свої зобов'язання перед кредиторами.

³ Staff Guidance Note on the Application of the Joint Bank-Fund Debt Sustainability Framework for Low-Income Countries / Prepared by the staffs of the IMF and the World Bank. Approved by Reza Moghadam and Otaviano Canuto. — 2010, January 22.

⁴ Вахненко Т. П. Зовнішні боргові зобов'язання у системі світових фінансово-економічних відносин / Т. П. Вахненко. — К. : Фенікс, 2006. — С. 100—102.

За висновком МВФ, країни з ринками, що формуються, не спроможні забезпечувати боргову стійкість, якщо державний борг перевищує 50 % ВВП, а загалом прийнятний рівень державного боргу для таких країн становить лише 25 % ВВП⁵.

Дж. Імбс і Р. Рансьєр довели, що проблема боргового навантаження стає актуальною при досягненні державним боргом рівня 30—35 % ВВП⁶. У спільній роботі МВФ і Світового банку зазначається, що країни зі слабкими інститутами характеризуються підвищеними ризиками боргової кризи при досягненні державним боргом рівня 30 % ВВП і 100 % доходів бюджету⁷.

Е. Балдассі, І. Петрова та інші довели, що критичне значення відношення суспільного боргу (державного і місцевого) до ВВП для країн з ринками, що формуються, становить 42,8 % ВВП⁸.

Згідно з оцінками фахівців МВФ, у 1970—2001 рр. більше половини суверенних дефолтів відбулися у країнах з показником відношення державного боргу до ВВП менше 40 %, а $\frac{2}{3}$ дефолтів — у країнах, що мали відношення державного боргу до ВВП на рівні, нижчому від 60 % ВВП⁹.

Практичний досвід України у 1998—2000 рр. засвідчив, що державний борг на рівні 40—50 % ВВП є слабо керованим: перманентні реструктуризації зовнішньої і внутрішньої заборгованості стали проявом неспроможності держави виконувати власні зобов'язання.

На кінець 2012 р. державний борг України з урахуванням гарантованого становив 515,4 млрд грн, або близько 37 % ВВП. За останніх п'ять років державний борг збільшився у 5,8 раза в гривнях (з 88,7 до 515,4 млрд) та у 3,7 раза — в доларовому еквіваленті (з 17,6 до 64,5 млрд дол. США). Граничний розмір державного боргу України на кінець 2013 р. визначений на рівні 483 млрд грн. Проте дана сума враховує лише прямі зобов'язання держави. Прямий і гарантований державою борг на кінець 2013 р. може сягнути 645 млрд грн.

Обсяг прямого і гарантованого державою боргу на кінець 2013 р. відносно офіційного ВВП (1576 млрд грн) становитиме 41 %, якщо ж номінальний ВВП виявиться нижчим, а середньорічний обмінний курс перевищить 8,4 грн/дол. США, відносний розмір державного боргу з урахуванням гарантованого може збільшитися до 42,2—45,5 % ВВП (табл. 1).

Таким чином, для гарантування стабільної ситуації у валютно-фінансовій сфері та забезпечення платоспроможності держави у середньостроковій

⁵ World Economic Outlook / IMF. — 2003, September.

⁶ *Imbs J.* The Overgang Hangover / J. Imbs, R. Ranciere // World Bank Policy Research Working Paper. — 2005. — No 3673.

⁷ Debt Sustainability in Emerging Markets: A Critical Appraisal // DESA Working Paper. — 2007. — No 61, November.

⁸ Assessing Fiscal Stress / Prepared by Emanuele Baldacci, Iva Petrova, Nazim Belhocine, Gabriela Dobrescu, and Samah Mazraani // IMF Working Paper. — May 2011. — May.

⁹ Sustainability Assessments — Review of Application and Methodological Refinements // International Monetary Fund Discussion Paper. — 2003. — June.

Таблиця 1. Прогноз відносного розміру державного і гарантованого державою боргу на кінець 2013 р. за різних допущень номінального ВВП і обмінного курсу

Прогноз	Номінальний ВВП, млрд грн	Державний і гарантований державою борг, % ВВП
Оптимістичний (Кабінету Міністрів України від 28.11.2012): — реальне зростання — 3,4 %, — дефлятор ВВП — 6 %, — обмінний курс на кінець року — 8,8 грн/дол. США, — ВВП 2012 р. — 1440 млрд грн	1576	40,9
Песимістичний (Кабінету Міністрів України від 28.11.2012): — реальне зростання — 2,4 %, — дефлятор ВВП — 6 %, — обмінний курс на кінець року — 8,8 грн/дол. США, — ВВП 2012 р. — 1405 млрд грн	1530	42,2
Оптимістичний (Кабінету Міністрів України), скоригований на зменшення номінального ВВП 2012 р.: — реальне зростання — 3,4 %, — дефлятор ВВП — 6 %, — обмінний курс на кінець року — 8,8 грн/дол. США, — ВВП 2012 р. — 1400 млрд грн	1534	42,0
Песимістичний (Кабінету Міністрів України), скоригований на зменшення номінального ВВП 2012 р.: — реальне зростання — 2,4 %, — дефлятор ВВП — 6 %, — обмінний курс на кінець року — 8,8 грн/дол. США, — ВВП 2012 р. — 1385 млрд грн	1510	42,7
Оптимістичний, скоригований на девальвацію до 9,8 грн/дол. США на кінець року: — реальне зростання — 3 %, — дефлятор ВВП — 8 %, — обмінний курс на кінець року — 9,8 грн/дол. США, — ВВП 2012 р. — 1400 млрд грн	1557	44,2
Песимістичний, скоригований на девальвацію до 9,8 грн/дол. США на кінець року: — реальне зростання — 1,2 %, — дефлятор ВВП — 8 %, — обмінний курс на кінець року — 9,8 грн/дол. США, — ВВП 2012 р. — 1385 млрд грн	1514	45,5

Джерело: Державна служба статистики України, прогноз Кабінету Міністрів України від 28.11.2012, оцінки автора.

перспективі розмір державного боргу України не повинен перевищувати 40 % ВВП. В іншому разі істотно зростає ймовірність боргової кризи в Україні, яка разом із повномасштабною фінансовою спричинить припинення зовнішнього фінансування суб'єктів національної економіки і поширення дефолтів у корпоративному секторі, дестабілізацію банківської системи і гальмування внутрішнього кредитного процесу, різке знецінення національної валюти і зниження обсягів міжнародної торгівлі.

Певна свобода щодо досягнення державним боргом України законодавчо визначеного ліміту — 60 % ВВП є ілюзорною і засвідчує лише завищення цього ліміту. Платоспроможність держави в Україні перебуває під постійним

тиском таких негативних чинників: а) високої вартості та нестабільності доступу до ринкових джерел запозичень (що не дозволяє гарантовано рефінансувати накопичені борги); б) низького рівня та нестабільності податкових надходжень до бюджету. Дія цих чинників не дає змоги розраховувати на утримання боргової стійкості навіть за помірною обсягу державного боргу.

Слід зазначити, що постановою Верховної Ради України “Про Основні напрями бюджетної політики на 2011 рік” від 04.06.2010 № 2318-VI однією з цілей бюджетної політики було проголошено утримання обсягу державного боргу на економічно безпечному рівні — не більш 40 % ВВП. Меморандумом економічної політики Уряду України на 2010 рік однією з умов забезпечення фінансової стабільності визначено досягнення до 2015 р. державним і гарантованим державою боргом рівня, не вищого 35 % ВВП.

Зваженіше регулювання боргових операцій урядів передбачене законодавством кількох країн з низьким і середнім рівнем доходів. Так, у Сербії з жовтня 2010 р. розпочала діяти фіскальна рада і встановлено кількісні значення бюджетних правил. Законом про бюджетну систему граничний розмір боргу загального уряду встановлено на рівні 45 % ВВП.

В Еквадорі ліміт боргу загального уряду становить 40 % ВВП. Закон про фіскальну відповідальність, стабілізацію і транспарентність зобов'язує уряд зменшувати фіскальний дефіцит щороку на 0,2 % ВВП¹⁰.

У Косово Законом “Про державний борг” (2010 р.) його ліміт визначено на рівні 40 % ВВП.

У Панамі цільовий показник рівня державного боргу після 2015 р. встановлено на рівні 40 % ВВП, а граничний розмір дефіциту державного сектору не повинен перевищувати 1 % ВВП¹¹.

У Словаччині до національного бюджетного законодавства введено механізми, які передбачають конкретні заходи у разі наближення до боргового ліміту. Так, коли відношення державного боргу до ВВП наближається до 50 %, міністр фінансів зобов'язаний пояснити причини зростання державного боргу парламенту і запропонувати заходи для зниження боргового навантаження. При накопиченні боргу на рівні 53 % ВВП уряд зобов'язаний ухвалити пакет заходів для стримування боргової експансії і заморозити заробітні плати у бюджетній сфері. Законодавство Словаччини передбачає, що після 2017 р. борговий ліміт буде знижено до 50 % ВВП, а механізм коригування починатиме діяти після перевищення державним боргом рівня 40 % ВВП.

¹⁰ Fiscal Rules at a Glance: Country Details from a New Dataset / Prepared by Nina Budina, Tidiane Kinda, Andrea Schaechter, and Anke Weber // IMF Working Paper. — 2012. — November. — P. 22.

¹¹ Fiscal Rules in Response to the Crisis — Toward the “Next-Generation” Rules. A New Dataset / Prepared by Andrea Schaechter, Tidiane Kinda, Nina Budina, and Anke Weber // IMF Working Paper. — 2012. — July.

У Словенії до вступу в ЄС діяв борговий ліміт на рівні 40 % ВВП, який поширювався на борг загального уряду і борги нефінансових державних підприємств.

У Намібії ліміт боргу центрального уряду становить 25—30 % ВВП, у Кенії — 45 % ВВП. В Андському співтоваристві, згідно із третім критерієм фіскальної конвергенції, в країнах-членах консолідований борг державного сектору не повинен перевищувати 50 % ВВП. Цей критерій є обов'язковим до 2015 р.

В Україні останнім часом вкрай загострилася проблематика боргового навантаження, проте бюджетом 2013 р. передбачено максимальний приріст державного і гарантованого державою боргу за останніх 3 роки — 129,6 млрд грн. Для порівняння: у 2012 р. їхній приріст становив 42,3 млрд грн, у 2011 р. — 40,8 млрд грн.

У поточному році значне збільшення державного боргу стане результатом порівняно м'якої бюджетної політики (дефіцит бюджету — 50,4 млрд грн) та активного використання боргових механізмів поза рамками бюджету. Зокрема, законом про бюджет передбачається надання державних гарантій обсягом до 50 млрд грн на фінансування інвестиційних проектів. Крім того, планується поповнення статутних фондів НАК “Нафтогаз України”, Ошадного банку, АТ “Українське Дунайське пароплавство” й Аграрного фонду за рахунок емісії ОВДП на загальну суму 14,7 млрд грн.

Темпи накопичення і суми приросту державного боргу України в останні місяці викликають серйозне занепокоєння. Так, у грудні 2012 р. стрімко збільшилися обсяги гарантованого державою боргу: за місяць приріст боргу становив 2,1 млрд дол. США і 4,2 млрд грн. Зокрема, Кабінетом Міністрів України надано гарантії за внутрішніми облигаціями Укравтодору на суму 4 млрд грн, за кредитами Експортно-імпортного банку Китаю — 1,5 млрд дол. США і за євроблигаціями ДП “Фініпро” — 550 млн дол. Також було погоджено 5-річну позику Київській міській раді розміром 3 млрд грн. У лютому 2013 р. Україна провела дорозміщення 10-річних суверенних євроблигацій на 1 млрд дол. США. У січні на внутрішньому ринку було розміщено валютних облигацій держпозики на 930 млн дол. У січні — лютому велися підготовчі роботи для емісії казначейських векселів на суму 16—17 млрд грн, за рахунок яких планується погашення заборгованості держави з відшкодування ПДВ.

При прогнозуванні обсягу державного боргу та величини боргових виплат бюджету слід враховувати такі обставини:

— значна частка боргових зобов'язань, деномінованих в іноземній валюті чи прив'язаних до обмінного курсу, в загальній структурі державного боргу (близько 65 %) визначає високу чутливість відносного показника боргу до динаміки обмінного курсу національної валюти;

— в Україні у складі державного боргу не обліковуються зобов'язання держави щодо погашення знецінених заощаджень громадян в Ощадбанку СРСР, які зафіксовані у відповідному законі в 1996 р.;

— значні обсяги високоризикових умовних зобов'язань держави можуть істотно збільшити тягар боргового навантаження у кризових умовах;

— в Україні обліку і моніторингу підлягає лише борг центрального уряду (який має назву державного боргу), тоді як у міжнародній практиці більше оперують показником боргу загального уряду, який включає також борги місцевих органів влади і фондів обов'язкового соціального страхування.

Згідно з оцінками МВФ, у країнах з ринками, що формуються, борг загального уряду на кінець 2012 р. у середньому становив 34,8 % ВВП (табл. 2). Це дещо менше від обсягу державного боргу України на кінець 2012 р. — 37 % ВВП. Проте слід враховувати, що в табл. 2 для України подано значення боргу центрального уряду, а не загального. Якщо до показника державного і гарантованого державою боргу в Україні (515,4 млрд грн) додати обсяги місцевого боргу, які оприлюднюються Міністерством фінансів України (0,86 млрд грн), та борги Київської міської ради (близько 8,6 млрд грн), то отримуємо суму боргу загального уряду на рівні 38 % ВВП. Тобто, розрив між боргом загального уряду в Україні і середнім показником для країн з ринками, що формуються, становив 3,2 % ВВП на кінець 2012 р., а наприкінці 2013 р. цей розрив сягне близько 10 % ВВП.

Занепокоєння викликають також аналіз структурних складових державного і зовнішнього сукупного боргу України та оцінка їхніх співвідношень із макрофінансовими індикаторами. Як ми показали у попередніх працях, аналіз різних показників боргової стійкості України та їхнє порівняння з гранично допустимими значеннями дають змогу зробити висновок про високий рівень боргових ризиків в Україні¹². Зокрема, істотні загрози борговій стійкості України породжуються:

— значним обсягом державного і гарантованого державою боргу відносно ВВП країни (37 % на кінець 2012 р. і 42—45,5 % на кінець 2013 р.);

— високим рівнем державного і гарантованого державою боргу відносно доходів державного бюджету (149 % за 2012 р., 178 % за прогнозом на 2013 р.);

— величиною короткострокових зовнішніх зобов'язань резидентів України та погашення довгострокового зовнішнього боргу упродовж року відносно рівня міжнародних резервів України (близько 230 %)¹³;

¹² Богдан Т. П. Боргова безпека та її роль у забезпеченні фінансової стабільності / Т. П. Богдан // Вісник Національного банку України. — 2012. — № 4. — С. 8—15; Богдан Т. П. Боргова політика держави в умовах глобальної нестабільності / Т. П. Богдан // Економіка України. — 2013. — № 2. — С. 4—17.

¹³ Оцінка автора, враховано обсяг короткострокового зовнішнього боргу України за залишковим терміном погашення на рівні 56,8 млрд грн і розмір міжнародних резервів України станом на 01.01.2013.

Таблиця 2. Борг загального уряду в країнах з ринками, що формуються, та у середньому для різних груп країн, % ВВП

Країни	2011 (факт)	2012 (оцінка)	2013 (прогноз)
Країни з ринками, що формуються			
Аргентина	44,9	45,2	42,8
Бразилія	64,9	64,1	61,2
Болгарія	15,5	17,9	16,4
Чилі	11,3	11,4	12,3
Китай	25,8	22,2	19,6
Колумбія	34,2	32,2	30,9
Угорщина	80,6	74,0	74,2
Індія	67,0	67,6	66,7
Індонезія	24,5	23,9	22,2
Йорданія	70,4	75,0	79,6
Казахстан	10,5	12,4	13,0
Латвія	37,8	37,4	40,6
Литва	38,5	40,0	40,5
Малайзія	52,9	53,0	53,5
Мексика	43,8	43,1	43,2
Марокко	54,3	58,1	58,9
Пакистан	60,2	62,4	63,0
Перу	20,9	19,6	18,3
Філіппіни	41,9	41,5	39,7
Польща	56,3	55,1	55,3
Румунія	33,0	34,6	34,5
Росія	12,0	11,0	9,9
Саудівська Аравія	6,1	5,5	5,3
Південна Африка	38,8	41,2	43,3
Таїланд	41,7	44,2	46,2
Туреччина	39,3	37,7	36,7
Україна	36,0	37,0*	42,0–45,5*
Середні показники			
Світ	74,0	74,1	73,8
Розвинуті країни	105,5	110,7	113,6
Країни з ринками, що формуються	37,0	34,8	33,1
Єврозона	88,0	93,6	94,9
Велика сімка	119,9	125,1	128,8
Велика двадцятка	77,7	77,5	77,1

* Оцінки автора.

Джерело: Fiscal Monitor, October 2012 / IMF [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2012/02/pdf/fm1202.pdf>.

— великою часткою боргових зобов'язань, деномінованих в іноземній валюті чи прив'язаних до обмінного курсу, в структурі державного боргу України (близько 65 % станом на початок 2013 р.).

Таким чином, розмір державного боргу України на початку 2013 р. вже досяг максимально допустимого рівня відносно ВВП і доходів бюджету: граничні показники становлять 35—40 % ВВП і 150 % доходів. Деформація структури державного боргу України на користь зовнішніх та внутрішніх валютних позик (враховуючи індексовані інструменти) підвищила валютні ризики державного боргу України. Тоді як міжнародні організації рекомендують урядам зменшувати частку боргу, деномінованого в іноземній валюті, до рівня щонайбільше 50 %, в Україні така частка становить 65 %. Крім того, значні обсяги зовнішньоборгових виплат усіх секторів економіки, річні обсяги яких у 2,3 раза перевищують розмір міжнародних резервів України (при гранично допустимому відношенні 1), істотно підвищують імовірність ускладнень на валютному ринку та актуалізують проблеми зовнішньої платоспроможності.

При оцінці ризиків для фінансової стабільності і перспектив утримання боргової стійкості в Україні слід враховувати також найбільш вагомі і ризикові умовні зобов'язання держави. Умовні зобов'язання є потенційними фінансовими вимогами до центрального уряду, які за певних умов можуть значно збільшити обсяг боргових виплат з бюджету. Експерти МБРР ще у 2006 р. наголошували на тому, що Кабінет Міністрів України має проводити досить зважену політику державних запозичень з огляду на значний обсяг умовних зобов'язань¹⁴.

Умовні зобов'язання держави пов'язані з умовами або ситуаціями, які можуть вплинути на фінансові результати або фінансовий стан сектору державного управління в майбутньому. *Очевидні умовні зобов'язання* зафіксовані у нормативно-правових актах та договорах, однією зі сторін яких є уряд. Основними видами таких зобов'язань є:

- державні гарантії за позиками місцевих органів влади, державних і приватних підприємств, державних банків і т. ін.;
- схеми державного страхування (депозитів фізичних осіб, майнового страхування проти стихійних лих тощо).

Неочевидні умовні зобов'язання пов'язані з очікуваннями громадськості або певних впливових груп та роллю держави у суспільстві. Подіями, які вимагатимуть від уряду певних дій і виконання його неочевидних умовних зобов'язань є: дефолти місцевих органів влади, державних підприємств і приватних компаній за негарантованими кредитами; криза банківської системи; неплатоспроможність фондів соціального страхування; стихійні лиха, екологічні катастрофи тощо¹⁵.

Основними видами неочевидних умовних зобов'язань є:

- фінансова підтримка неплатоспроможних банків (поза рамками системи державного страхування);

¹⁴ Creating and Allocating Fiscal Space within a Consistent Macroeconomic Framework // International Bank for Reconstruction and Development [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.worldbank.org>.

¹⁵ Polackova H. Government Contingent Liabilities: A Hidden Risk to Fiscal Stability / H. Polackova [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.worldbank.org>.

- погашення державою зобов'язань державних або приватних підприємств, які мають стратегічно важливе значення;
- захист дрібних інвесторів приватних пенсійних фондів у випадку їхнього банкрутства;
- ліквідація наслідків стихійних лих і відновлення природного середовища у випадку техногенних катастроф.

На основі уроків глобальної фінансово-економічної кризи на міжнародному рівні було переглянуто базові підходи до управління ризиками, пов'язаними з державним боргом. Нові ідеї було втілено у “Керівних принципах управління суверенними ризиками і високим рівнем державного боргу”, які згодом дістали назву “Стокгольмських принципів”. Ці принципи стали результатом консультацій МВФ і Шведської боргової агенції та були оприлюднені у вересні 2010 р.

Згідно зі “Стокгольмськими принципами”, органи, відповідальні за управління державним боргом, повинні ідентифікувати основні джерела ризиків, на вплив яких наражаються суверенні баланси, та відповідно модифікувати свої моделі і методики управління ними. Насамперед йдеться про фінансові шоки, спричинені перекладенням неочевидних умовних зобов'язань уряду на державний бюджет (підтримка фінансового сектору в кризових умовах, рятування від дефолтів місцевих органів влади і державних підприємств), а також шоки, які виникають внаслідок реверсу потоків капіталу.

Ризики, пов'язані з умовними зобов'язаннями уряду, стають особливо актуальними у період дестабілізації світової фінансової системи, коли рефінансування наявних боргових виплат для уряду ускладнюється, а ймовірність перекладення умовних зобов'язань на бюджет зростає. У кризовий період перетворення умовних зобов'язань уряду на фактичні реалізується урядовим гарантуванням неплатоспроможних банків, місцевих органів влади, державних (а в деяких випадках і приватних) підприємств. Це згодом може призвести до зростання державного боргу і виникнення кризи державної заборгованості.

Для повного охоплення ризиків стабільності державних фінансів міжнародні фінансові організації рекомендують урядам консолідувати умовні зобов'язання в єдиний портфель фінансових зобов'язань держави, що включає як прямі, так і умовні боргові зобов'язання уряду. Це дасть змогу створити єдину систему управління фіскальними ризиками, що може використовуватися для встановлення цільових орієнтирів по державному боргу і дефіциту бюджету. Вони доводять, що урядам слід аналізувати інформацію про заборгованість бюджетної сфери, державні гарантії, програми державного страхування, запозичення місцевих органів влади, зобов'язання державних підприємств тощо. Узагальнюючі показники фіскальних ризиків, генерованих різними видами фінансових зобов'язань, на відміну від традиційних показників

державного боргу і дефіциту бюджету, є доречнішими для оцінки перспектив стабільності державних фінансів¹⁶.

Фахівці INTOSAI — спілки вищих органів фінансового контролю — розробили спеціальні рекомендації для оцінки і контролю умовних зобов'язань держави¹⁷. Вони зазначають, що ефективне управління державним боргом вимагає не лише контролю його стану чи обсягу дефіциту бюджету, а й розроблення всеосяжної стратегії. Вона має включати моніторинг і облік умовних зобов'язань, ефективне управління ризиками і уникнення урядових гарантій підприємницьким структурам. Ширший аналіз фіскальних ризиків і фінансових зобов'язань держави у поєднанні з традиційним аналізом боргових індикаторів дозволить отримати правдивішу картину платоспроможності держави.

В Австралії, Чилі, Колумбії, Перу, Новій Зеландії та США державні установи надають ґрунтовну інформацію про сформовані умовні зобов'язання і заходи, які вживаються для їх контролю. У спеціальних пояснювальних документах подається законодавча база та інші джерела утворення умовних зобов'язань, інформація про фактичне виконання гарантованих зобов'язань урядом, про активи, які потенційно можуть бути використані для покриття умовних зобов'язань, заходи, які вживаються для управління ризиками умовних зобов'язань.

У деяких країнах (Новій Зеландії, Словенії, Швеції, Колумбії, Марокко) управління умовними зобов'язаннями належить до функцій національних боргових агенцій. В Ірландії, Польщі і Португалії за управління умовними зобов'язаннями відповідають окремі підрозділи казначейства чи міністерства фінансів¹⁸.

В Україні на початок 2013 р. основними видами умовних зобов'язань уряду, крім гарантованого державою боргу, були такі:

- вклади фізичних осіб у банках України — 369,3 млрд грн;
- зобов'язання уряду щодо відновлення заощаджень громадян в Ощадбанку і Держстраху СРСР — 118,0 млрд грн;
- не гарантований державою зовнішній борг державних банків — 25,6 млрд грн;
- не гарантований державою зовнішній борг нефінансових підприємств із часткою державної власності понад 50 % — 55,2 млрд грн.

Таким чином, сума основних умовних зобов'язань на початку року сягала 568,1 млрд грн¹⁹. А сума державного боргу та основних умовних зобов'язань — 1083,5 млрд грн, або 78 % ВВП за 2012 р. Якщо припустити, що сума державного і гарантованого державою боргу становитиме 645 млрд грн наприкінці

¹⁶ Polackova H. Зазнач. праця.

¹⁷ Fiscal Exposures: Implications for Debt Management and the Role for SAIs / INTOSAI Public Debt Committee. — 2003, February.

¹⁸ Cebotari A. Contingent Liabilities: Issues and Practice / A. Cebotari // IMF Working Paper. — 2008. — № 245. — Р. 45.

¹⁹ Дана сума не включає державних гарантій за кредитами.

2013 р. й надалі значно не змінюватиметься, а ймовірність виконання умовних зобов'язань уряду в найближчі роки становитиме 20 %, то у середньостроковій перспективі сума боргових зобов'язань уряду може досягти 758,6 млрд грн, або 50 % ВВП за 2013 р.

Важливість проблематики боргового навантаження зумовлена не лише високими ризиками формування боргового “нависання”, а й безпосереднім впливом розміру державного боргу на величину боргових виплат і параметри бюджетної політики держави. Бюджетом 2013 року передбачено збільшення платежів для погашення і обслуговування державного боргу України на 21,4 млрд грн порівняно з 2012 р., а всього боргові виплати з бюджету 2013 року мають становити 116,1 млрд грн. Крім того, слід враховувати, що розмір державного і гарантованого державою боргу є основним показником для оцінки ризиків платоспроможності держави: збільшення такого розміру обертається підвищенням кредитних ризиків для інвесторів у державні цінні папери і впливає на рівень процентних ставок за державними облігаціями.

За результатами проведеного автором емпіричного дослідження економіки України встановлено, що зростання попиту держави на позичкові кошти, індикаторами якого є приріст непогашеної суми ОВДП, зростання абсолютної та відносної сум державного боргу стає рушійною силою підвищення процентних ставок за ОВДП²⁰. Коефіцієнт парної кореляції реальної процентної ставки за ОВДП (середньозваженої за всіма термінами) з обсягом державного і гарантованого державою боргу відносно ВВП становить 0,81. А коефіцієнт парної кореляції номінальної процентної ставки за ОВДП із темпом приросту ОВДП в обігу становить 0,51.

Для оцінки факторів впливу на динаміку реальної процентної ставки за ОВДП було розроблено таку регресійну модель:

$$R_OVDP_EVER = 0,61 \cdot R_NBU_REF - 0,27 \cdot FLOAN_B_CORP + 0,76 \cdot INT_DIF_DEP + 0,17 \cdot PD_GDP - 9,22, \quad (1)$$

де R_OVDP_EVER — середньозважена реальна процентна ставка за ОВДП, % річних;

R_NBU_REF — середньозважена реальна ставка рефінансування НБУ за всіма інструментами, % річних;

$FLOAN_B_CORP$ — нетто-приплив іноземного позичкового капіталу до сектору банків і нефінансових підприємств України, % ВВП за квартал;

INT_DIF_DEP — різниця процентних ставок між короткостроковими депозитами в національній та іноземній валютах у банках України, % річних;

PD_GDP — державний і гарантований державою борг, % ВВП.

Статистичні критерії і характеристики моделі (1) подано у табл. 3.

²⁰ Богдан Т. П. Визначальні фактори впливу на рівень відсоткових ставок за ОВДП та економетричні моделі відсоткових ставок / Т. П. Богдан // Вісник Національного банку України. — 2012. — № 11. — С. 17–25.

Таблиця 3. Модель середньозваженої реальної процентної ставки за ОВДП

Залежна змінна: R_OVDP_ever Метод: найменших квадратів Вибірка: 2004Q1 2012Q2 Включені спостереження: 31				
Змінна	Коефіцієнт	Стандартна похибка	t-статистика	Імовірність
R_NBU_REF	0,605029	0,175413	3,449164	0,0019
FLOAN_B_CORP	-0,270357	0,120276	-2,247810	0,0333
INT_DIF_DEP	0,756982	0,300660	2,517738	0,0183
PD_GDP	0,167404	0,080248	2,086076	0,0469
C	-9,218147	2,584203	-3,567115	0,0014
Коефіцієнт детермінації	0,879664	Середнє залежної змінної		-1,390323
Скоригований коефіцієнт детермінації	0,861151	Стандартне відхилення залежної змінної		7,419989
Стандартна похибка регресії	2,764867	Критерій Акаїке		5,018552
Сума квадратів помилок	198,7567	Критерій Шварца		5,249840
F-статистика	47,51562	Критерій Дарбіна — Уотсона		1,524352
Імовірність (F-статистика)	0,00000			

Джерело: складено автором.

Оцінені коефіцієнти моделі дають змогу зробити висновок, що збільшення розміру державного боргу відносно ВВП на 1 в. п. обертається підвищенням реальної процентної ставки за ОВДП на 0,17 в. п.

Логічно припустити, що обсяг державного боргу України як індикатор кредитних ризиків для інвесторів у державні цінні папери впливає на рівень процентних ставок не лише на внутрішньому фінансовому ринку, а й на зовнішньому. Провівши емпіричне дослідження факторів впливу на рівень спредів за суверенними облігаціями України на міжнародних ринках, ми встановили, що коефіцієнт парної кореляції спреду “EMBI+ Україна” з приростом розміру державного боргу за квартал становить 0,57.

Рисунок підтверджує існування прямого взаємозв'язку приросту державного боргу (відносного розміру до ВВП) і величини спреду “EMBI+ Україна”.

Для визначення впливу розміру державного боргу України на рівень спредів за облігаціями зовнішньої позики України було розроблено таку регресійну модель:

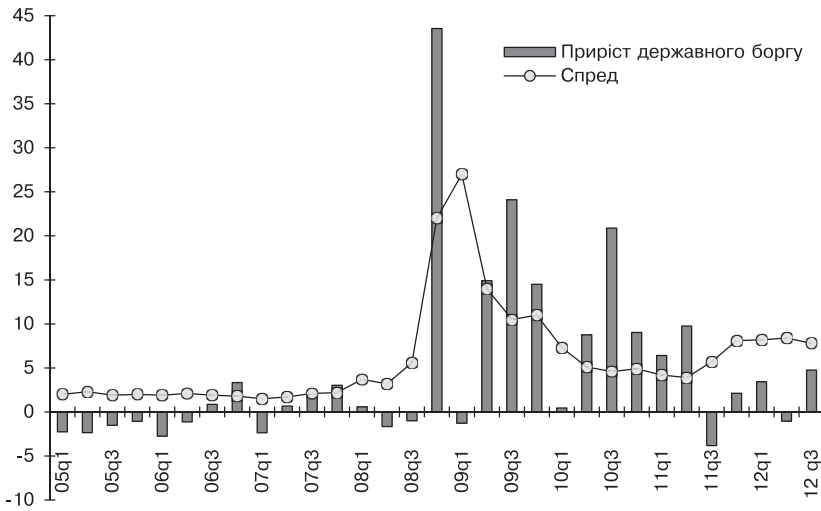
$$\text{EMBI_EV} = 1,25 \cdot \text{CA_DEF} + 0,10 \cdot \text{GDEB_GD} - 0,55 \cdot \text{GDP_REAL} + 5,31, \quad (2)$$

де EMBI_EV — спред “EMBI+ Україна”, %, середнє значення за квартал;

CA_DEF — дефіцит поточного рахунку платіжного балансу України, млрд дол. США за квартал із лагом у один квартал;

GDEB_GD — приріст розміру державного боргу, % ВВП за квартал;

GDP_REAL — темп зростання реального ВВП в Україні, % до відповідного періоду минулого року.



Джерело: складено автором за даними Міністерства фінансів України та інтернет-ресурсу www.cbonds.info.

Рисунок. Спред “ЕМВІ+ Україна” і приріст державного боргу України у 2005—2012 рр., %

Статистичні критерії і характеристики моделі (2) подано у табл. 4.

Ця модель дає змогу оцінити ефект впливу державного боргу на рівень спреду: при збільшенні приросту державного боргу відносно ВВП на 1 в. п. за квартал спред “ЕМВІ+ Україна” збільшується на 0,1 в. п.

Таблиця 4. Модель спреду за облігаціями зовнішньої позики України

Залежна змінна: EMBI_EV Метод: найменших квадратів Вибірка: 2005Q1 2012Q3 Включені спостереження: 31				
Змінна	Коефіцієнт	Стандартна похибка	t-статистика	Імовірність
CA_DEF	1,245178	0,318411	3,910600	0,0006
GDEB_GD	0,099648	0,057434	1,735001	0,0941
GDP_REAL	-0,547584	0,075506	-7,252220	0,0000
C	5,314442	0,753700	7,051138	0,0000
Коефіцієнт детермінації	0,81201	Середнє залежної змінної		6,08387
Скоригований коефіцієнт детермінації	0,79112	Стандартне відхилення залежної змінної		5,91141
Стандартна похибка регресії	2,70169	Критерій Акаїке		4,94555
Сума квадратів помилок	197,077	Критерій Шварца		5,13058
Log-імовірність	-72,6560	Критерій Ханнан — Квіна		5,00586
F-статистика	38,8751	Критерій Дарбіна — Уотсона		1,62192

Джерело: складено автором.

Отже, високі темпи зростання державного боргу упродовж 2008—2013 рр., непевна ситуація з рефінансуванням накопичених боргів, підвищення валютних ризиків державного боргу, висока вартість залучення нових позик і значні обсяги потенційно небезпечних умовних зобов'язань держави актуалізують проблеми боргової стійкості і вимагають зваженого управління державним боргом України.

Для відвернення кризи державного боргу України необхідно підвищити збалансованість державних фінансів і утримуватися від нарощування абсолютного обсягу державного боргу України. Основні напрями і заходи боргової політики держави вже розглядалися автором у попередніх працях²¹. Тут ще раз хотілося б наголосити на тому, що за сучасних умов важливими завданнями макрофінансової і боргової політики держави є:

- утримання державного і гарантованого державою боргу на рівні до 40 % ВВП для забезпечення платоспроможності держави і мінімізації ризиків фінансової дестабілізації;

- недопущення розбалансування державних фінансів у період гальмування економічної динаміки і посилення зовнішніх ризиків: утримання дефіциту державного бюджету України на рівні до 3 % ВВП;

- продовження кредитної співпраці з МВФ, ресурси якого можуть частково покрити фінансові розриви бюджету і платіжного балансу України, та залучення ресурсів інших МФО для покриття бюджетного дефіциту і фінансування перспективних інвестиційних проектів;

- активізація попиту на гривневі позики уряду та зменшення валютних запозичень на внутрішньому ринку шляхом запровадження облігацій з плаваючою процентною ставкою, індексованою на рівень інфляції, та обмеження випуску валютних облігацій лише довгостроковими інструментами — терміном 5—7 років;

- оздоровлення фінансів НАК “Нафтогаз України”, зменшення обсягів його бюджетної підтримки, скасування механізмів фінансової підтримки інших компаній і банків за рахунок випуску ОВДП (це дасть змогу перекрити канали неконтрольованого нарощування внутрішнього державного боргу);

- встановлення граничного обсягу надання державних гарантій на рівні 1—1,5 % ВВП на рік і забезпечення цільового спрямування кредитів під державні гарантії на фінансування потенційно самоокупних інвестиційних проектів загальнодержавного значення.

²¹ Богдан Т. П. Боргова політика держави в умовах глобальної нестабільності / Т. П. Богдан // Економіка України. — 2013. — № 2. — С. 4—17.