

ДЕРЖАВНА НАВЧАЛЬНО-НАУКОВА УСТАНОВА  
«АКАДЕМІЯ ФІНАНСОВОГО УПРАВЛІННЯ»

# БОРГОВА СТІЙКІСТЬ ДЕРЖАВНИХ ФІНАНСІВ

За редакцією

*Т. І. Єфименко, С. А. Єрохіна, Т. П. Богдан*

Київ  
ДННУ «Академія фінансового управління»  
2014

УДК 336.13:336](477)  
ББК 65.9(4Укр)261+65.9(4Укр)261.4  
Б82

*Автори:*

Т. І. Єфименко, С. А. Єрохін, Т. П. Богдан, М. Ф. Базась, В. Й. Башко, С. А. Бука, Г. Г. Бурлака,  
С. С. Гасанов, В. В. Зимовець, О. М. Карапетян, В. В. Козюк, В. Р. Костюк, В. Є. Сахаров,  
Л. В. Сорокіна, Н. І. Сушко, С. Ф. Турчин, К. Л. Фурманець, Ю. В. Чередніченко, Р. С. Чуприненко

*Рецензенти:*

*А. В. Базилюк* – доктор економічних наук, професор;  
*В. В. Коваленко* – доктор економічних наук, професор;  
*І. О. Луніна* – доктор економічних наук, професор, заслужений діяч науки і техніки  
України

*Рекомендовано до друку*  
*Вченою радою Державної навчально-наукової установи*  
*«Академія фінансового управління»*  
(Протокол № 7 від 15 липня 2014 р.)

*Затверджено до друку*  
*Вченою радою Національної академії управління*  
(Протокол № 8 від 12 грудня 2013 р.)

**Боргова стійкість державних фінансів** / за ред. Т. І. Єфименко, С. А. Єрохіна,  
Б82 Т. П. Богдан. – К. : ДННУ «Акад. фін. управління», 2014. – 712 с.

ISBN 978-966-2380-80-4

У монографії розглядаються проблеми забезпечення боргової стійкості державних фінансів. Обґрунтовано методологічні і теоретико-методичні засади забезпечення боргової стійкості державних фінансів та її оцінювання, виявлено особливості формування державного боргу України, проаналізовано зарубіжний досвід управління державним боргом, запропоновано стратегічні напрями боргової політики держави з метою забезпечення стійкості державних фінансів.

Для науковців, фахівців у сфері управління державними фінансами, слухачів курсів підвищення кваліфікації, викладачів фінансово-економічних дисциплін, аспірантів та студентів вищих навчальних закладів.

УДК 336.13:336](477)  
ББК 65.9(4Укр)261+  
65.9(4Укр)261.4

ISBN 978-966-2380-80-4

© Автори, 2014  
© ДННУ «Академія фінансового  
управління», 2014

# ЗМІСТ

<b>Вступ</b> .....	7
--------------------	---

## **Розділ 1 МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ БОРГОВОЇ СТІЙКОСТІ ДЕРЖАВНИХ ФІНАНСІВ**

1.1. Концепція боргової стійкості та економіко-правові механізми її забезпечення .....	11
1.2. Глобальні фактори боргової стійкості .....	25
1.3. Макрофінансові проблеми боргового навантаження та теоретичні пошуки його оптимального рівня .....	33
1.4. Теоретичні засади формування державного боргу та його вплив на стійкість державних фінансів .....	70
1.5. Середньострокова стратегія управління державним боргом та її роль у гарантуванні боргової стійкості .....	77
1.6. Методичні підходи до оцінювання ефективності управління державним боргом .....	88
1.7. Проблеми конкурентоспроможності фінансового сектору економіки України .....	110
<i>Висновки до розділу 1</i> .....	130

## **Розділ 2 ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ ОЦІНЮВАННЯ БОРГОВОЇ СТІЙКОСТІ ДЕРЖАВНИХ ФІНАНСІВ**

2.1. Концептуальні підходи, алгоритм, критерії та інструменти оцінювання боргової стійкості державних фінансів .....	136
2.2. Ризики державних запозичень, обслуговування і погашення державного боргу та чинники втрати боргової стійкості .....	148
2.3. Критичні рівні боргових індикаторів у системі оцінювання боргової стійкості .....	165
2.4. Середньострокові прогнози і стрес-тести як інструментарій оцінювання боргової стійкості .....	175
2.5. Організаційно-методичні проблеми і фактори невизначеності у процесі оцінювання боргової стійкості державних фінансів .....	184
<i>Висновки до розділу 2</i> .....	196

**Розділ 3**  
**ОСОБЛИВОСТІ ФОРМУВАННЯ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ УКРАЇНИ**  
**ТА ЙОГО ВПЛИВ НА РОЗВИТОК ЕКОНОМІКИ**  
**У ДОВГОСТРОКОВІЙ ПЕРСПЕКТИВІ**

3.1. Еволюція державного боргу України, оцінка факторів ризику та загроз для боргової безпеки країни. . . . .	202
3.2. Комплексна оцінка дефіциту державних фінансів і величини державного боргу України. . . . .	222
3.3. Структурні асиметрії боргового портфеля держави та проблеми управління державним боргом України . . . . .	230
3.4. Облік державного боргу і боргових операцій в Україні . . . . .	240
3.5. Державні гарантії підприємствам: тенденції, практика надання і потенційні ризики для державних фінансів. . . . .	257
3.6. Макроекономічні ефекти та соціально-економічні наслідки акумуляції зовнішніх боргових зобов'язань . . . . .	271
3.7. Економіко-математична модель оцінки впливу державного боргу на стан економіки і фінансової системи України . . . . .	282
<i>Висновки до розділу 3 . . . . .</i>	308

**Розділ 4**  
**ОЦІНЮВАННЯ БОРГОВОЇ СТІЙКОСТІ ДЕРЖАВНИХ ФІНАНСІВ УКРАЇНИ**  
**НА 2014–2016 РОКИ**

4.1. Боргова стійкість державних фінансів України: критерії оцінювання та особливості методології. . . . .	318
4.2. Середньостроковий прогноз і оцінка боргової стійкості України у рамках методології імітаційного моделювання. . . . .	328
4.3. Методика обґрунтування граничного розміру державних гарантій з використанням «нечітких чисел». . . . .	342
4.4. Методика оцінювання ймовірності дефолту за борговими зобов'язаннями . . . . .	352
<i>Висновки до розділу 4 . . . . .</i>	387

**Розділ 5**  
**МІЖНАРОДНИЙ ДОСВІД УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ**  
**І ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ БОРГОВОЇ СТІЙКОСТІ ДЕРЖАВНИХ ФІНАНСІВ**

5.1. Стан і структура зовнішнього боргу у різних групах країн . . . . .	391
5.2. Фінансово-економічні чинники порушення боргової стійкості та наслідки боргових криз. . . . .	413

5.3. Світова практика врегулювання боргових криз та коригування ризиків державного боргу .....	433
5.4. Міжнародний досвід управління державним боргом у системі антикризового фінансового регулювання .....	455
5.5. Боргова криза та фіскальні реформи в Європейському валютному союзі: політико-економічні передумови і глобальні наслідки .....	474
<i>Висновки до розділу 5</i> .....	502

## Розділ 6

### МЕХАНІЗМ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ СТІЙКОСТІ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ НА ОСНОВІ ДЕТІНІЗАЦІЇ ГРОШОВИХ ПОТОКІВ

6.1. Вдосконалення пруденційного нагляду щодо прозорості грошових потоків банків і страховиків як засіб гарантування стійкості фінансової системи .....	508
6.2. Структурна модель формування тіньового обороту фінансового сектору в системі стратегічного управління борговою безпекою .....	524
6.3. Обґрунтування цільових показників ефективності державного регулювання фінансових потоків і забезпечення стійкості фінансової системи (нечітко-множинний підхід) .....	549
6.4. Нечіткий багатокритеріальний вибір варіантів як засіб удосконалення фінансового моніторингу та інструмент посилення боргової стійкості України .....	566
<i>Висновки до розділу 6</i> .....	589

## Розділ 7

### СТРАТЕГІЧНІ НАПРЯМИ БОРГОВОЇ ПОЛІТИКИ ДЕРЖАВИ У СИСТЕМІ ЗАХОДІВ ІЗ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ СТІЙКОСТІ ДЕРЖАВНИХ ФІНАНСІВ УКРАЇНИ

7.1. Економічно безпечний рівень державного боргу і дефіциту державного бюджету для України .....	591
7.2. Вдосконалення політики внутрішніх державних запозичень .....	605
7.3. Активізація співпраці України з міжнародними фінансовими організаціями .....	616
7.4. Управління гарантованими зобов'язаннями держави .....	633
<i>Висновки до розділу 7</i> .....	652

<b>Глосарій</b> .....	658
<b>Список використаних джерел</b> .....	665
Додаток 1. Валовий борг загального уряду .....	686
Додаток 2. Чистий борг загального уряду .....	692
Додаток 3. Чисте кредитування/запозичення загального уряду .....	696
Додаток 4. Структурний баланс загального уряду .....	703
Додаток 5. Баланс поточного рахунку .....	705

Проблеми боргової стійкості традиційно привертала увагу вчених-економістів і практиків-управлінців, оскільки це критично важливий компонент макроекономічної стабільності та збалансованого розвитку державних фінансів у країні. Відомо, що державні позики можуть прискорити темпи економічного зростання за рахунок фінансування продуктивних інвестицій, пом'якшити наслідки дії несприятливих зовнішніх факторів у економіці. Проте, якщо уряди накопичують боргові зобов'язання понад рівень, який здатні обслуговувати, з високою ймовірністю може виникнути боргова криза, що стане детонатором фінансової кризи і чинником гальмування економічної діяльності.

Уряди багатьох країн у 2008–2009 рр. у відповідь на поширення кризових явищ почали використовувати наявні фінансові ресурси і резерви для фінансування програм, спрямованих на підтримку сукупного попиту та зміцнення балансів підприємницьких структур. Такі заходи допомогли зменшити глибину спаду ВВП і ступінь дестабілізації фінансової системи, проте мали своїм наслідком нарощування зобов'язань держави. Наразі велика кількість урядів стикається з проблемами надмірного боргового навантаження, яке за непевних умов економічного зростання зменшує їхні можливості використовувати фіскальні стимули. Вони змушені балансувати між викликами фіскальної консолідації для зменшення обсягу державного боргу та утримання на помірному рівні ризиків рефінансування, з одного боку, та потребами у фіскальних стимулах для пожвавлення економічної діяльності – з другого.

Згідно з даними МВФ, середній рівень валового боргу сектору загального державного управління в найбільш розвинутих країнах (G 7) у 2013 р. становив 120,1 % ВВП, у Європейському Союзі – 88, еврозоні – 95,2, США – 104,2 %, Японії – 243,2 % ВВП. Надмірні обсяги боргових зобов'язань урядів розвинутих країн і нестійкий фінансовий стан країн з ринками, що формуються, на сьогодні генерують суттєві ризики для утримання глобальної фінансової стабільності.

У загальноекономічному контексті високий рівень боргового навантаження породжує такі наслідки:

- підвищення реальних процентних ставок в економіці, що негативно впливає на приватні інвестиції та економічне зростання;
- необхідність досягнення значного первинного профіциту бюджету;
- посилення вразливості до впливу зовнішніх шоків і звуження можливостей для проведення антициклічної фіскальної політики;
- збільшення потреб уряду в рефінансуванні накопичених боргів, що погіршує фінансову позицію уряду щодо впливу ринкових ризиків і підвищує небезпеку шоків процентних ставок.

У світовій практиці досить поширеним інструментарієм, який використовується для запобігання утворенню надмірного боргового навантаження, є аналіз боргової стійкості. З його допомогою встановлюються взаємозв'язки між обсягами і структурою державних позик, з одного боку, та нинішнім і майбутнім потенціалом країни (спроможністю уряду) обслуговувати накопичені борги, з другого.

Стандартна процедура оцінювання боргової стійкості включає такі складові: 1) перспективний аналіз рівня боргового навантаження і розміру боргових виплат у рамках базового сценарію і обраних стрес-тестів; 2) дослідження боргових ризиків на підставі індикативних граничних показників розміру державного боргу та витрат на його обслуговування; 3) розроблення пропозицій для боргової стратегії уряду, спрямованих на досягнення стану боргової стійкості у тривалій перспективі. Оцінювання боргової стійкості регулярно проводиться міжнародними фінансовими організаціями для певних груп країн, а МВФ щороку здійснює аналіз боргової стійкості країн – позичальниць Фонду під час підготовки програм співробітництва та у процесі нагляду за їхнім виконанням.

Забезпечення боргової стійкості державних фінансів та утримання економічно безпечних розмірів державного боргу є необхідною передумовою довгострокової фінансової стабільності в країні, адже в умовах високого боргового навантаження ці фінанси стають вразливими до впливу зовнішніх і внутрішніх шоків. Вплив кризових чинників на стан державних фінансів України може реалізовуватися за такими основними каналами:

- 1) погіршення умов зовнішньої торгівлі й зниження доходів бюджету в умовах погіршення фінансового стану підприємств, зниження рівня виробництва і скорочення експортного виторгу;
- 2) збільшення потреб у бюджетних ресурсах для підтримки системоутворюючих суб'єктів економіки, фінансування програм антикри-



зового управління економікою і допомоги вразливим верствам населення;

- 3) звуження потенціалу зовнішнього та внутрішнього ринку позикових капіталів, що ускладнює залучення нових позик державою з метою рефінансування наявних боргів, та підвищення вартості обслуговування державного боргу.

В умовах глобалізації різні типи криз можуть тісно переплітатися і мати причинно-наслідковий характер, тобто розгортання кризових явищ в одній сфері зумовлюватиме нестабільність в іншій. Крім того, виникнення різних типів криз досить часто відбувається одночасно під впливом спільних факторів. Так, у країнах із ринками, які формуються, простежується чіткий взаємозв'язок між банківськими і валютними кризами, спричиненими раптовими зупинками потоків капіталу, що за відповідних передумов у секторі державних фінансів згодом можуть перерости в кризу суверенного боргу. До ймовірних детонаторів боргової кризи належать: підвищення спредів за борговими зобов'язаннями країн з ринками, що формуються, зменшення ліквідності й погіршення платоспроможності транснаціональних банків, зниження цін на внутрішні активи, вплив іноземного капіталу з країни, девальвація національної валюти.

В Україні високі темпи зростання державного боргу упродовж 2008–2013 рр., нестабільність джерел рефінансування 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 й потребують зваженого управління державним боргом.

Особливої актуальності набувають проблеми оцінки боргової стійкості, пошуку адекватних цільових орієнтирів для обсягу державного боргу та витрат на його обслуговування, аналізу допустимого розміру дефіциту державного бюджету та визначення основних напрямів вдосконалення боргової політики держави.

У колективній монографії викладено суть концепції боргової стійкості та економіко-правові механізми її забезпечення; запропоновано методичні підходи до оцінювання ефективності управління державним боргом; систематизовано концептуальні засади, алгоритм, критерії та інструменти оцінювання боргової стійкості державних фінансів; обґрунтовано критичні значення боргових індикаторів, перевищення яких порушує боргову стійкість держави; проведено стрес-тестування динаміки державного боргу України на основі альтернативних передумов

щодо дії інституційних чинників та макрофінансових факторів; узагальнено організаційно-методичні проблеми у процесі оцінювання боргової стійкості державних фінансів; розкрито особливості формування державного боргу України та його вплив на розвиток економіки у довгостроковій перспективі; запропоновано економіко-математичну модель оцінювання впливу державного боргу на стан вітчизняної економіки і фінансової системи; проаналізовано світову практику врегулювання боргових криз та коригування ризиків державного боргу; узагальнено міжнародний досвід управління державним боргом у системі антикризового фінансового регулювання, а також розроблено пропозиції щодо стратегічних напрямів національної боргової політики, які мають забезпечити боргову стійкість державних фінансів у тривалій перспективі.

Пропонована методика оцінювання боргової стійкості враховує результати емпіричного аналізу факторів, які впливають на спроможність держави обслуговувати накопичені борги та ймовірність виникнення боргових ускладнень. Центральним елементом такої методики є визначення динамічних, залежних від економічних умов і політичних чинників граничних рівнів боргових показників. Такі показники використовуються для оцінки спроможності держави обслуговувати накопичені борги шляхом їхнього порівняння з прогнозними показниками рівня боргу і розміру боргових виплат у рамках прогнозних сценаріїв. Стрестестування динаміки державного боргу дає змогу поєднати перспективні макроекономічні прогнози з оцінкою його чутливості (загального обсягу, структурних складових, боргових виплат) до суттєвих потрясінь в економіці та фінансовій сфері.

Оцінювання боргової стійкості, що ґрунтується на результатах прогнозних розрахунків і аналізу боргових показників за різних припущень щодо динаміки економічних і фінансових змінних, створює підґрунтя для розроблення виваженої боргової стратегії та оптимізації політики державних запозичень. Формування стратегічних напрямів боргової політики держави з урахуванням результатів оцінювання боргової стійкості сприятиме стабільному розвитку фінансової системи та досягненню основної мети управління державним боргом – забезпеченню потреб уряду у фінансових ресурсах при найменших можливих витратах у середньо- і довгостроковому періодах.

# МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ БОРГОВОЇ СТІЙКОСТІ ДЕРЖАВНИХ ФІНАНСІВ

### 1.1. КОНЦЕПЦІЯ БОРГОВОЇ СТІЙКОСТІ ТА ЕКОНОМІКО-ПРАВОВІ МЕХАНІЗМИ ЇЇ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ

Боргова стійкість державних фінансів – це спроможність держави виконувати власні боргові зобов'язання – як поточні, так і майбутні – вчасно й у повному обсязі, уникаючи реструктуризації боргу, накопичення заборгованості за платежами і не вдаючись до значного коригування балансу доходів і витрат держави.

Допущення про уникнення серйозних коригувань доходів і витрат, що лежить в основі концепції боргової стійкості, відображає факт наявності соціальних і політичних обмежень для залучення до бюджету значних сум додаткових доходів чи масштабного скорочення бюджетних видатків, що впливають на ступінь готовності уряду, на відміну від його спроможності, виконувати свої зобов'язання перед кредиторами.

Боргова стійкість виключає будь-яку з наведених ситуацій:

- ситуацію, коли уряд постав перед необхідністю реструктуризації боргу;
- ситуації, в якій позичальник продовжує до безкінечності накопичувати борги швидше, ніж зростає його спроможність обслуговувати ці борги;
- ситуації, в якій позичальник живе поза межами своїх можливостей, накопичуючи борги і знаючи, що обслуговування цих боргів потребуватиме суттєвого скорочення витрат (навіть за незмінних зовнішніх умов)<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Оцінка устойчивости (Assessing Sustainability) : утверждено Тимоти Гейтнером 28 мая 2002 г. / Международный валютный фонд; Управление разработки и анализа политики.

У МВФ останнім часом домінує така точка зору: державний борг може вважатися стійким, якщо первинний баланс бюджету, необхідний для стабілізації рівня державного боргу за базовим сценарієм і при виникненні шоківих ситуацій, є досяжним з урахуванням політичних та економічних обмежень країни; при цьому розмір державного боргу має гарантувати утримання ризиків рефінансування боргу на мінімальному рівні і не створювати загроз для прогнозованих темпів зростання економіки. Якщо ж реалістичні коригування первинного балансу бюджету (ті, які є досяжними з економічної і політичної точок зору) не можуть забезпечити зменшення розміру державного боргу до вказаного рівня, тоді державний борг не може вважатися стійким<sup>2</sup>.

Подальші дослідження мають проводитися у сферах визначення концептуальних підходів боргової стійкості, алгоритмів, критеріїв та інструментів оцінювання боргової стійкості державних фінансів, ризиків державних запозичень, обслуговування і погашення державного боргу та чинників втрати боргової стійкості в поєднанні з критичними рівнями боргових індикаторів у системі оцінювання боргової стійкості. Аналіз індикаторів (порогових значень) здійснення державних запозичень, середньострокові прогнози і стрес-тести як інструментарій оцінювання боргової стійкості нададуть можливість всебічного обґрунтування досліджуваної проблематики стану боргової стійкості державних фінансів. Особливої уваги потребує дослідження світового досвіду регулювання боргової стійкості державних фінансів, методологічних засад забезпечення боргової стійкості державних фінансів в Україні, в результаті чого стане можливим обґрунтування стратегічних напрямів державної політики щодо забезпечення стійкості державних фінансів України.

Управління державним боргом неможливе без оцінювання та аналізу боргової стійкості, яке дасть змогу забезпечити об'єктивність інформації та позитивно вплине на якість прийняття управлінських рішень щодо рівня державного боргу. Досвід та практика економічної спільноти доводить, що оцінювання ліквідності та платоспроможності держави характеризує стан державного боргу з позиції короткострокової перспективи; на відміну від цього саме оцінювання боргової стійкості державних фінансів характеризує фінансову діяльність держави у сфері запо-

<sup>2</sup> Staff Guidance Note for Public Debt Sustainability Analysis in Market-Access Countries / approved by Siddharth Tiwari, International Monetary Fund. – 2013. – 9 May.

зичень з позиції довгострокової перспективи. Можна вказати і на такий аспект, як зовнішній прояв боргової стійкості держави, а також її ліквідність та платоспроможність.

Одним із аспектів, який впливає на сутність боргової стійкості державних фінансів, деякі науковці визначають фактори боргової стійкості, які поділяються на рівень державного боргу і платежів за ним, структура боргу і достатність джерел виконання зобов'язань за боргом (рис. 1.1).

Враховуючи різні варіанти тлумачення поняття боргової стійкості, науковці визначають декілька підходів до оцінювання боргової стійкості держави:

- боргова позиція держави є стійкою, якщо відношення державного боргу до ВВП перебуває на незмінному рівні або через певний період часу знижується;
- забезпечення боргової стійкості держави вимагає не обмеження рівня державного боргу, а стримування у довгостроковій перспективі темпів його зростання.

Тим самим, відповідно до будь-якого з визначених підходів головним індикатором боргової стійкості виступає співвідношення рівня державного боргу до ВВП. Прийнятний рівень цього показника залежить від структури державного боргу, внутрішнього фінансового ринку, рівня доступу до зовнішнього фінансування, стану державних фінансів, макроекономічної ситуації загалом, а також, як визначено Світовим банком і Міжнародним валютним фондом, – від рівня інституційного розвитку держави та якості системи державного управління.

Основними чинниками рівня державного боргу відносно ВВП є динаміка самого ВВП та динаміка сальдо державного бюджету – тобто рівні дефіцитів і профіцитів у різні періоди. В свою чергу, джерелами виконання зобов'язань можуть бути нові запозичення та профіцит державного бюджету. Зовнішня боргова стійкість залежить від доступу на світові ринки капіталу та валютного курсу. Доступ держави до фінансування відповідає концепції залежності боргової стійкості не тільки від поведінки позичальника, а й від поведінки кредиторів<sup>3</sup>, що зображено на рис. 1.2.

Необхідно також враховувати структурну і циклічну складові сальдо бюджету. Сальдо платіжного і торгового балансу є чинниками наявності

<sup>3</sup> Kraay A. When is external debt sustainable? / A. Kraay, V. Nehru [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://siteresources.worldbank.org/INTDEBTDEPT/Resources/4689801190907436115/42270971255108201687/WhenIsDebtSus200603.pdf>.

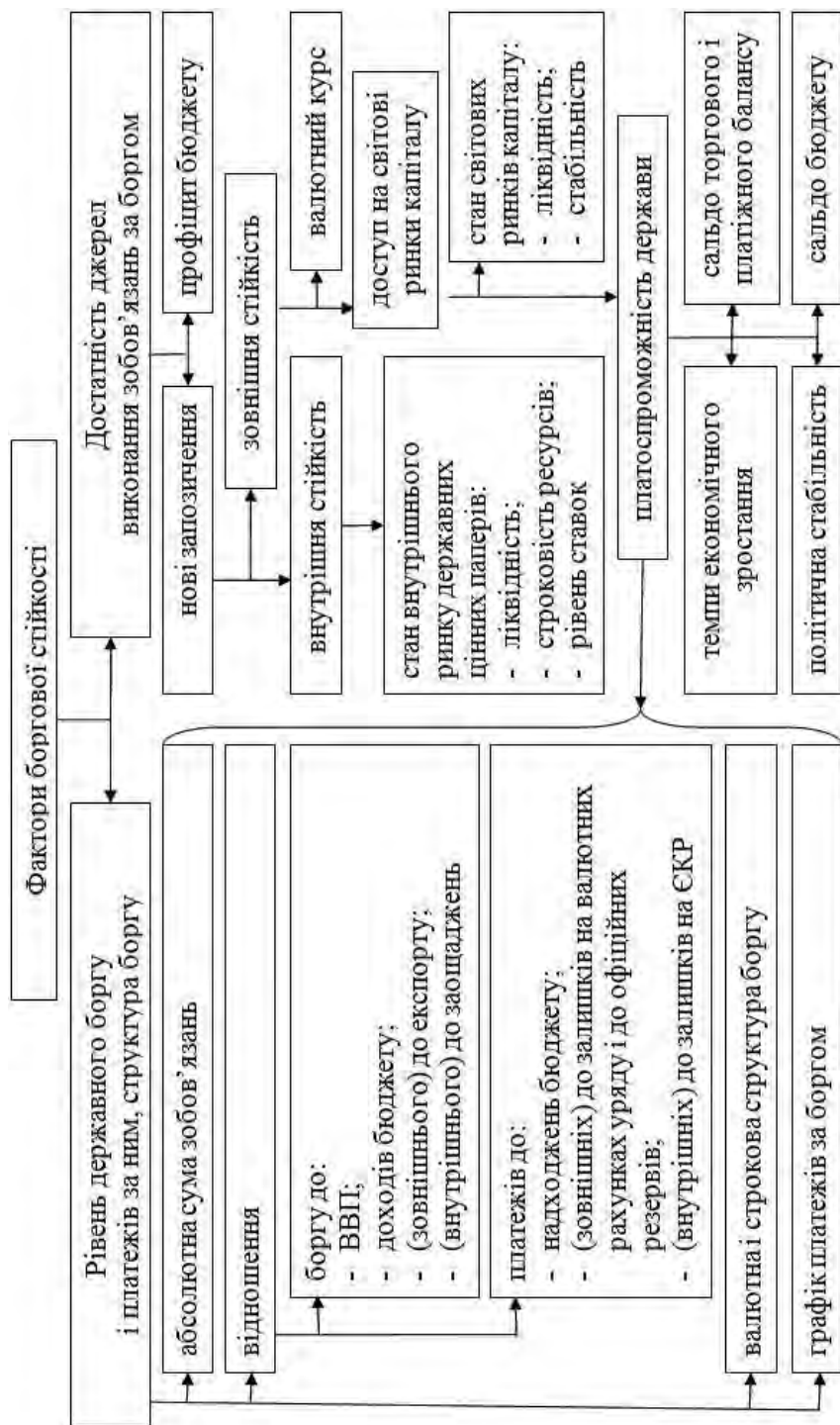
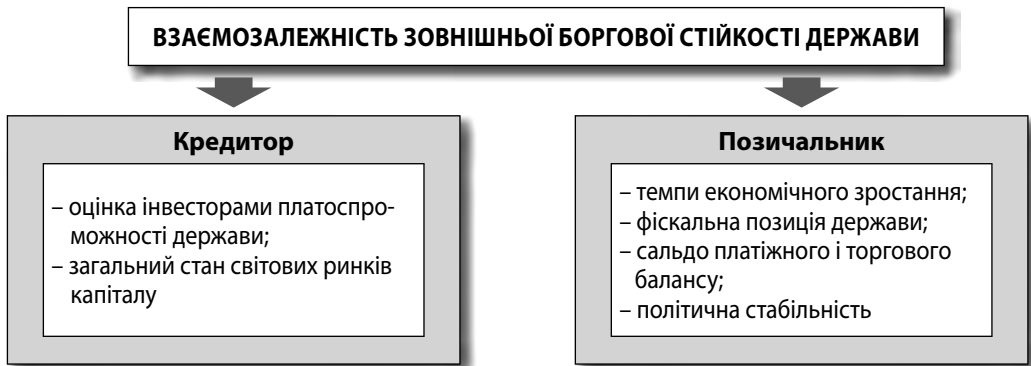


Рис. 1.1. Фактори боргової стійкості

Джерело: Operational Framework for Debt Sustainability Assessments in Low-Income Countries – Further Considerations / prepared by the Staffs of the IMF and World Bank [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://siteresources.worldbank.org/INTDEBTDEPT/PublicationsAndReports/20478153/032805.pdf>.



**Рис. 1.2. Взаємозалежність зовнішньої боргової стійкості держави**

Складено за: *Kraay A. When is external debt sustainable? / A. Kraay, V. Nehru* [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://siteresources.worldbank.org/INTDEBTDEPT/Resources/4689801190907436115/42270971255108201687/WhenIsDebtSus200603.pdf>.

іноземної валюти в країні, достатньої для виконання зовнішніх платежів, а також визначення валютного курсу, динаміка якого також впливає на зовнішню стійкість. Як фактор боргової стійкості, політична нестабільність, навіть за умов стабільної макроекономічної ситуації в державі, створює невизначеність щодо намірів влади виконувати боргові зобов'язання. Значна кількість учених зазначають, що політичний ризик залежить від правової системи в країні, конституційного ладу, судової системи, захищеності прав інвесторів і кредиторів, ефективності діяльності державного апарату, рівня корупції тощо<sup>4</sup>. Важливим фактором, як раніше вже зазначалося, є стан світових ринків капіталу, який характеризується рівнем ліквідності і стабільності. В свою чергу, динаміка валютного курсу є другим ключовим фактором зовнішньої боргової стійкості, оскільки вона визначає обсяги витрат на виконання зобов'язань. Зокрема, у випадку процесу девальвації суми зобов'язань в іноземній валюті зростають, що потребує більших затрат національної валюти для їхнього виконання.

Внутрішня боргова стійкість залежить від стану внутрішнього фінансового ринку, зокрема його ліквідності, строковості ресурсів, рівня відсоткових ставок, а також, як і у випадку зовнішньої стійкості – від

<sup>4</sup> *Енциклопедія фінансового ризик-менеджмента / под ред. А. А. Лобанова, А. В. Чугунова. – М. : Альпина Паблішер, 2003. – 786 с.*

платоспроможності держави. Необхідно відзначити, що фактори внутрішньої і зовнішньої боргової стійкості переплітаються між собою, з огляду на взаємозамінність джерел запозичень: для погашення зовнішніх зобов'язань можливим є використання внутрішніх запозичень; для здійснення внутрішніх платежів – зовнішніх. Беззаперечним є те, що наявність профіциту державного бюджету як другого джерела виконання боргових зобов'язань автоматично означає покращення боргової стійкості. В такому разі відсутня потреба у здійсненні нових запозичень (принаймні на суму профіциту), а державний борг має тенденцію до зменшення.

Дослідження видів боргової стійкості та факторів, що на них впливають, логічно зумовлює питання методики оцінювання боргової стійкості. Деякі науковці класифікують підходи до оцінювання боргової стійкості, виокремлюючи дві групи, а саме підходи, що базуються на поведінці позичальника, та підходи, що базуються на поведінці кредиторів. Такий поділ застосовується з огляду на те, що боргова стійкість країни-позичальника залежить не тільки від його платоспроможності (внутрішній фактор), а й від стану ринків капіталу.

До першої групи належить підхід до фінансової стабільності (дефіцит є безпечним тоді, якщо він не генерує боргу понад обсяги, які визначені допустимими) і макроекономічної стабільності (проводиться більш глибокий аналіз макроекономічних показників, а не тільки дефіциту бюджету і державного боргу). Відповідно, згадані підходи до оцінювання боргової стійкості базуються на основі приведеної вартості профіцитів бюджету, на підставі середньострокових сценаріїв у рамках методики Світового банку і Міжнародного валютного фонду і на основі порівняння реальної відсоткової ставки з темпами економічного зростання. Щодо другої групи підходів до оцінювання боргової стійкості (залежно від поведінки кредиторів), то ґрунтовних результатів досліджень поки що недостатньо.

Вирізняють ще декілька моделей оцінювання боргової стійкості, зокрема:

- оптимізаційні, що базуються на основі зіставлення граничних витрат зростання боргу і граничної корисності від запозичень, які продукують таке зростання боргу;
- моделі фіскального простору, основою яких є теза про те, що потреба обслуговування боргу призводить до скорочення фінансу-



- вання інших видатків держави, а це спричиняє зменшення інвестицій і попиту, дестимулює економічне зростання;
- моделі дестимулюючих ефектів, за якими збільшення боргу призводить до підвищення податків, що пригнічує економічну активність.

Таким чином, можна виокремити першу групу показників боргової стійкості – це показники, що стосуються самого боргу і платежів за ним, а також другу групу індикаторів боргової стійкості – це ті показники, що стосуються іншого фактора боргової стійкості – джерел виконання зобов'язань.

Економіко-правовими механізмами забезпечення боргової стійкості державних фінансів, що дістали значного поширення у міжнародній практиці, є бюджетні правила. Формування чітких інституційних рамок для бюджетної політики та запровадження нових бюджетних правил як у розвинутих країнах, так і в країнах, що розвиваються, є однією з найбільш помітних тенденцій міжнародних фінансів останніх років.

Основним мотивом модифікації і запровадження нових бюджетних правил було створення надійних середньострокових орієнтирів у галузі бюджетної політики та підвищення ступеня довіри економічних суб'єктів до державної політики. Прийняття бюджетних правил стало важливим елементом у системі заходів із подолання фіскальних дисбалансів і досягнення підтримки громадськості при впровадженні програм бюджетної консолідації.

Бюджетні правила – це законодавчі або нормативні обмеження довгострокового характеру на бюджетно-податкову політику у формі кількісних лімітів на основні бюджетні агрегати. Такі кількісні ліміти відображаються у національному законодавстві чи міжнародних договорах і є обов'язковими для виконання органами державної влади.

Тобто простір для бюджетної політики обмежується жорсткими рамками, які не можуть часто змінюватися. Бюджетні правила мають на меті скоригувати деформовані стимули і не допустити надмірного витрачання бюджетних коштів (особливо у часи сприятливої кон'юнктури), що має вкрай важливе значення для гарантування боргової стійкості і фіскальної відповідальності.

Основні види бюджетних правил, які застосовуються у міжнародній практиці:

- боргові правила;
- правила бюджетного балансу;

- ліміти на державні видатки;
- граничні показники доходів бюджету.

Боргові правила встановлюють чіткий ліміт або цільовий рівень державного боргу щодо ВВП.

Правила бюджетного дефіциту обмежують загальний баланс бюджету, структурний чи циклічно скоригований дефіцит бюджету або баланс бюджету за економічний цикл. Такі показники перебувають у сфері безпосереднього впливу уряду і змінюють рівень державного боргу.

Ліміти державних видатків обмежують обсяг загальних, первинних або поточних видатків бюджету. Такі ліміти набувають форми абсолютних величин або темпів приросту, у деяких випадках – співвідношення з ВВП, і поширюються на часовий проміжок від 3 до 5 років.

Граничні показники доходів бюджету – це законодавчо визначений максимально можливий чи мінімально допустимий рівень бюджетних доходів, який має гарантувати прийнятний стан податкового навантаження або збільшення обсягу надходжень до бюджету.

У міжнародній практиці найчастіше застосовуються боргові ліміти і правила бюджетного балансу. Досить поширеними є також ліміти на державні видатки (переважно у розвинутих країнах). Граничні показники доходів бюджету відіграють меншу роль.

Після глобальної кризи у сфері розроблення і впровадження бюджетних правил домінуючими стали такі тенденції:

- 1) багато країн прийняли бюджетні правила «нового покоління» та зробили наявні правила жорсткішими;
- 2) у країнах з ринками, що формуються, кількість бюджетних правил та їхня конструкція стали наближатися до показників розвинутих країн;
- 3) бюджетні правила «нового покоління» поєднують цілі фіскальної стійкості з потребами у гнучкості для реагування на шоківі події та спираються на обчислення складних економічних і фінансових показників.

В останні два десятиріччя бюджетні правила стали дуже поширеними. У 1990 р. тільки п'ять країн – Німеччина, Індонезія, Японія, Люксембург і США – мали бюджетні правила, які охоплювали, щонайменше, центральний рівень державної влади. Кількість країн, які користувалися національними чи наднаціональними бюджетними правилами, зростає до 76. Починаючи з 1997 р. до 2012 р., середня кількість національних бюджетних правил у розрахунку на одну країну зростає з 1,5 до 1,7. Такі радикальні зрушення, з-поміж іншого, були зумовлені прийняттям уря-

дами цих країн зобов'язань щодо підтримки довгострокової стабільності державних фінансів в умовах суттєвого зростання боргового навантаження.

Бюджетні правила, прийняті у країнах світу у період 2010–2012 рр., наведено у табл. 1.1.

Відтворюючи первісні бюджетні правила за зразком Чилі, Німеччини, Швейцарії, багато держав почали встановлювати циклічно скориго-

Таблиця 1.1

### Нові бюджетні правила, прийняті у країнах світу з 2010 р.

Країна	Сутність бюджетного правила
Австрія	7 грудня 2011 р. ухвалено закон, згідно з яким, починаючи з 2017 р., структурний дефіцит федерального рівня (включаючи фонди соціального страхування) не повинен перевищувати 0,35 % ВВП
Колумбія	Обмеження структурного дефіциту бюджету було ухвалено Конгресом у червні 2011 р. Структурний дефіцит бюджету має бути знижений до 2,3 % ВВП до 2014 р., а з 2022 р. граничний розмір структурного дефіциту становитиме 1 % ВВП. Фіскальна експансія допускається у випадку, коли очікуваний темп зростання випуску на 2 в. п. нижче за довгостроковий темп
Еквадор	З 2011 р. набуло чинності нове правило щодо видатків бюджету, яке встановлює, що поточні видатки не можуть бути більшими за постійні доходи, включаючи доходи від нафти. Зовнішнє фінансування і доходи від нафти повинні використовуватися виключно на фінансування державних інвестицій
Ізраїль	У 2010 р. було встановлено ліміт державного боргу на рівні 60 % ВВП. З урахуванням нового боргового орієнтиру було відкориговано правило бюджетних видатків
Італія	У квітні 2012 р. до Конституції було внесено зміни, якими введено принцип збалансованого бюджету в структурному плані; деталі та особливості запровадження цього правила мали бути прописані окремим законом до лютого 2013 р.
Угорщина	Боргове правило, зафіксоване у Конституції, набере чинності у 2016 р. Це правило передбачає щорічне зменшення розміру державного боргу щодо ВВП доти, доки він не скоротиться до 50 % ВВП. Процес зменшення розміру державного боргу може бути призупинено у разі зниження реального ВВП
Намібія	З 2010 р. вступило в дію бюджетне правило стосовно державних видатків, яке фіксує їхнє граничне значення щодо ВВП на рівні 30 %

Закінчення табл. 1.1

Країна	Сутність бюджетного правила
Польща	Нове правило бюджетних видатків, яке набуло чинності у 2011 р., обмежує зростання дискреційних видатків центрального уряду до 1 % у реальному вимірі при розрахунку за індексом споживчих цін
Португалія	Новий закон про засади бюджету (травень 2011 р.) містить бюджетне правило, за яким структурний дефіцит загального уряду не може бути вищим за цільовий показник, зафіксований у Пакті сприяння стабільності і зростанню. Закон має положення про обов'язкове коригування середньострокових бюджетних планів при перевищенні граничного рівня
Румунія	З 2010 р. зростання видатків загального уряду не повинно перевищувати прогнозованого збільшення номінального ВВП на наступні три роки доти, доки сальдо бюджету не стане позитивним. Крім того, встановлено ліміти на утримання персоналу бюджетних установ
Сербія	З жовтня 2010 р. розпочала роботу фіскальна рада, було встановлено кількісні значення бюджетних правил. Сформульовано правило бюджетного балансу, який може коригуватися на минулі відхилення бюджетного дефіциту і частково допускає дію автоматичних стабілізаторів. Граничний розмір боргу загального уряду встановлено на рівні 45 % ВВП
Словаччина	З березня 2012 р. ліміт державного боргу становить 60 % ВВП. Коли державний борг перевищує 50 % ВВП, активізуються механізми автоматичного коригування. Конституцією передбачено також формування Фіскальної ради, до функцій якої входить моніторинг і оцінка фіскальної політики
Іспанія	Зміни, внесені до Конституції у 2011 р., і бюджетне законодавство від 2012 р. передбачають, що структурний дефіцит для всіх рівнів уряду залишатиметься у межах, встановлених Європейським Союзом. Законодавчо введені також граничні рівні бюджетних видатків для всіх ланок уряду і обмежено темпи зростання бюджетних видатків
Велико-британія	Правило циклічно скоригованого бюджетного балансу, яке діє з 2010 р., має на меті досягнення бездефіцитного циклічно скоригованого балансу поточного бюджету до кінця п'ятирічного періоду прогнозування (2016–2017 фінансового року). Нове правило щодо рівня державного боргу потребує постійного скорочення рівня державного боргу до ВВП до 2015–2016 фінансового року

Джерело: Fiscal Rules in Response to the Crisis – Toward the «Next-Generation» Rules. A New Dataset / A. Schaechter, T. Kinda, N. Budina, A. Weber // IMF Working Paper. – 2012. – WP/12/187. – 48 р.

вані граничні показники (Австрія, Колумбія, Португалія, Іспанія, Великобританія) або пов'язувати бюджетні правила зі стадіями економічного циклу альтернативним способом (Панама, Сербія). Інші країни стали поєднувати правила щодо видатків з новими або наявними борговими лімітами, які надали у розпорядження урядів операційний інструмент для управління бюджетними агрегатами і цільовий орієнтир для контролю за рівнем боргу.

Ліміти на дефіцит бюджету, які враховують стадію економічного циклу, є більш поширеними у розвинутих країнах, ніж у країнах з ринками, що формуються. Обчислення розриву випуску є непростим завданням для розвинутих країн, не кажучи вже про країни, де проходять структурні трансформації.

Для формулювання бюджетних правил нового покоління ключовими є категорії структурного дефіциту та циклічно скоригованого дефіциту бюджету. *Структурний дефіцит* – це розрахункова величина перевищення видатків бюджету над його доходами для економіки з природним рівнем зайнятості, в якій діють розміри податкових ставок і соціальних допомог, визначені чинним законодавством. Структурний дефіцит бюджету призначений для оцінювання фіскальної позиції уряду, “очищеної” від впливу макроекономічних тенденцій.

*Циклічно скоригований дефіцит бюджету* є аналогом структурного дефіциту, але обчислюється з використанням нейтрального рівня доходів бюджету і його видатків, які оцінюються на основі середнього (або трендового) рівня випуску.

Циклічно скоригований дефіцит бюджету здебільшого розраховується за такою формулою:

$$B^* = \sum T_i^* - G^* + X, \quad (1.1)$$

де:  $B^*$  – циклічно скоригований баланс бюджету;

$T_i^*$  – циклічно скориговані надходження до бюджету  $i$ -го виду;

$G^*$  – циклічно скориговані видатки бюджету;

$X$  – неподаткові доходи бюджету мінус видатки на обслуговування державного боргу.

При цьому циклічно скориговані надходження до бюджету  $i$ -го виду обчислюються так:

$$T_i^* / T_i = (Y^* / Y)^{et_i, y}, \quad (1.2)$$

а циклічно скориговані видатки бюджету розраховуються за формулою:

$$G^* / G = (U^* / U)^{eg,u}, \quad (1.3)$$

де:  $T_i$  – фактичні надходження  $i$ -го виду податку;

$G$  – фактичні видатки бюджету за вирахуванням відсоткових виплат;

$Y^*/Y$  – відношення трендового ВВП до фактичного;

$U^*/U$  – відношення структурного безробіття до фактичного;

$et,y$  – еластичність  $i$ -го виду доходів бюджету до розриву ВВП;

$eg,u$  – еластичність первинних видатків бюджету до зміни рівня безробіття.

Тоді, підставивши формули (1.2) і (1.3) у формулу (1.1), отримаємо такий вираз для обчислення циклічно скоригованого балансу бюджету:

$$B^* = \left( \sum T_i (Y^* / Y)^{et,y} \right) - G (U^* / U)^{eg,u} + X. \quad (1.4)$$

Загалом бюджетні правила нового покоління є складнішими у використанні і зумовляють нові проблеми для національних урядів (наприклад, оцінки розриву випуску). Бюджетні правила, прив'язані до стадій економічного циклу, ставлять у центр уваги стабілізаційні цілі бюджетної політики і водночас покликані забезпечити боргову стійкість державних фінансів у довготривалій перспективі.

25 березня 2012 р. 25 країн ЄС підписали міждержавну угоду – так званий Фіскальний пакт (або Договір про стабільність, координацію і управління в Економічному і валютному союзі). Фіскальним пактом у ЄС було запроваджено нові бюджетні правила на національному рівні та встановлено жорсткіші умови контролю за дотриманням визначених правил. Встановлені Фіскальним пактом бюджетні правила мають бути прийняті країнами-членами ЄС до 2014 р. Серед них:

1) лімітування структурного балансу бюджету: щорічний структурний дефіцит бюджету не повинен перевищувати 0,5 % ВВП, а у країнах з рівнем боргового навантаження до 60 % ВВП і низькими ризиками порушення фіскальної стійкості – 1 % ВВП;

2) жорстка система впровадження бюджетних правил: країни-члени на національному рівні повинні розробити механізми автоматичного коригування, які вступатимуть в дію при порушенні визначених лімітів; Європейський суд справедливості перевірятиме, наскільки правило щодо обмеження структурного дефіциту бюджету закріплене у рамках законодавства;

- 3) зобов'язання постійного зниження боргового навантаження до рівня 60 % ВВП, щорічне скорочення розміру державного боргу не повинно бути нижчим  $1/20$  відхилення фактичного рівня боргу від цільового, починаючи з моменту спливання трирічного періоду після виходу з процедури регулювання надмірного дефіциту бюджету (excessive deficit procedure – EDP);
- 4) нові цільові показники видатків на наднаціональному рівні: щорічний темп зростання первинних видатків бюджету (за винятком видатків на обслуговування державного боргу) без урахування допомоги по безробіттю не повинен перевищувати довгострокових темпів зростання номінального ВВП; це правило діє лише для країн, де дефіцит бюджету не перевищує 3 % ВВП;
- 5) ширші критерії для включення до процедур регулювання надмірного дефіциту бюджету (EDP): країни, які порушують борговий ліміт, рішенням кваліфікованої більшості членів Комітету ECOFIN в обов'язковому порядку мають пройти процедури регулювання надмірного дефіциту бюджету (EDP).

Уведення до національного бюджетного законодавства механізмів, які передбачають вжиття певних заходів у разі наближення до граничних показників, часто відіграє роль засобу, який гарантує дотримання бюджетних правил. Наприклад, у Польщі і Словаччині боргові ліміти на рівні 60 % ВВП доповнюються граничними показниками, які вимагають певних дій при їх досягненні. У Словаччині, 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 Кабінет Міністрів зобов'язаний реалізувати пакет заходів для стримування боргової експансії і заморозити заробітні плати у бюджетній сфері. Якщо державний борг досягне 55 % ВВП, видатки бюджету повинні бути автоматично скорочені на 3 %, а бюджетні асигнування наступного року повинні бути заморожені. За 57 % рівня боргу Кабінет Міністрів повинен подати збалансований бюджет.

У міжнародній практиці впровадження бюджетних правил загалом мало позитивні результати, а самі бюджетні правила дали змогу вирішити такі завдання:

- створення надійних середньострокових орієнтирів у галузі бюджетної політики;

- підвищення ступеня довіри економічних суб'єктів до державної політики;
- запобігання «короткозорості» бюджетної політики і коригування стимулів до надмірного витрачання бюджетних коштів;
- гарантування боргової стійкості і недопущення фінансової дестабілізації.

Наразі в Україні з чотирьох видів бюджетних правил застосовується один – боргові ліміти – як для боргу центрального уряду, так і для боргів місцевого рівня. Статтею 18 ч. 2 Бюджетного кодексу України встановлено: «Загальний обсяг державного боргу та гарантованого державою боргу на кінець бюджетного періоду не може перевищувати 60 % річного номінального обсягу ВВП України». Статтею 18 ч. 3 визначено: «Загальний обсяг місцевого боргу та гарантованого АР Крим чи територіальною громадою міста боргу (без урахування кредитів МФО) станом на кінець бюджетного періоду не може перевищувати 200 % (для м. Києва – 400 %) середньорічного індикативного прогнозного обсягу надходжень бюджету розвитку».

Як буде показано у наступних розділах, такі боргові ліміти мають недоліки та не створюють надійних засад для гарантування боргової стійкості. Економіко-правовими механізмами обмеження бюджетного дефіциту і державного боргу в Україні мають стати: зниження боргового ліміту до рівня 40 % ВВП і встановлення обмежень на циклічно скоригований дефіцит Державного бюджету України.

Зниження граничного розміру державного боргу надасть країні такі переваги:

- зменшення вразливості державних фінансів до впливу зовнішніх шоків;
- зменшення витрат на обслуговування боргу і розширення фінансових можливостей держави у майбутньому;
- зниження ризиків ліквідності та платоспроможності держави;
- можливість використання антициклічного потенціалу бюджетно-податкової політики.

Переваги бюджетного правила у формі циклічно скоригованого дефіциту бюджету полягають у такому:

- бюджетно-податкова політика має антициклічний характер і позитивно впливає на економічне зростання у довгостроковому періоді;
- державний борг частково погашається у період економічного піднесення і може зростати у період рецесії, що гарантуватиме боргову стійкість держави.



Отже, борговій стійкості державних фінансів відводиться вагоме місце в економіці країни. Адже економічна глобалізація супроводжується інтенсифікацією міжнародних фінансових потоків, посиленням ролі позикового капіталу та зростанням обсягів світового зовнішнього боргу, що провокує фінансову нестабільність глобальної економіки. Таким чином, на сучасному етапі важливе місце у процесі розроблення та реалізації економічної політики держави належить забезпеченню її економічної безпеки, важливою складовою якої є боргова стійкість державних фінансів.

## 1.2. ГЛОБАЛЬНІ ФАКТОРИ БОРГОВОЇ СТІЙКОСТІ

Станом на кінець 2013 р. державний борг у розвинутих країнах світу становив 107,1 % ВВП (табл. 1.2). Найвищий рівень боргового навантаження мають такі країни: Бельгія – 99,7 % ВВП; Греція – 173,8; Ісландія – 90,2; Іспанія – 93,9; Ірландія – 122,8; Італія – 132,5; Португалія – 128,8; Японія – 243,2; США – 104,5; Франція – 93,9; Канада – 89,1 % ВВП.

Наразі уряди розвинутих країн змушені балансувати між викликами фіскальної консолідації для уникнення подальшого нарощування боргу і ризиків пролонгації, з одного боку, та пожвавлення економічної діяльності з використанням фіскальних стимулів – з другого. У країнах з розвинутою економікою дефіцит бюджету у 2012 р. у середньому становив 5,9 % ВВП. Найвищий рівень бюджетного дефіциту мав місце у США –

Таблиця 1.2

### Борг загального уряду у різних групах країн, % ВВП

Країни	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014 (прогноз)
Україна	14,8	12,3	20,5	35,4	40,5	36,8	37,4	41,0	48,1
<i>Середні показники</i>									
Розвинуті країни	76,7	75,4	81,5	93,0	99,3	103,5	106,5	107,1	109,4
Країни з ринками, що формуються	36,9	35,5	33,5	36,0	40,3	37,8	36,5	34,9	34,1
Єврозона	68,6	66,4	70,2	79,9	85,7	88,2	93,0	95,2	96,1
«Велика сімка»	85,5	84,7	91,8	105,0	113,1	118,3	122,5	120,4	122,4
«Велика двадцятка»	65,0	63,5	66,0	72,8	77,9	77,7	77,5	77,1	76,2

Джерело: за даними МВФ за відповідні роки.

8,3 % ВВП; Греції – 6,3; Ірландії – 7,6; Японії – 10,1; Іспанії – 10,8 та Великобританії – 7,9 % ВВП.

У ході глобальної фінансово-економічної кризи намагання урядів підтримати економічну активність через використання фіскальних стимулів і врятувати від банкрутства фінансові установи призвели до суттєвого нарощування державних боргів. Державний борг розвинутих країн щодо ВВП за останні шість років збільшився на 35 в. п. і вже перевищив 108 % ВВП. Гігантські борги розвинутих країн нині є вагомим фактором посилення ступеня непевності на фінансових ринках, підвищення рівня процентних ставок і скорочення частки довгострокових ресурсів у структурі фінансових трансакцій.

У країнах ЄС боргова залежність державних фінансів та гіпертрофований банківський сектор сформували «петлю зворотних зв'язків». Зниження довіри інвесторів до стійкості державних фінансів в умовах високого рівня боргового навантаження стало причиною переоцінки ринкової вартості суверенного боргу на фінансових ринках і зростання спредів за державними облігаціями. Зменшення ціни державних облігацій, у свою чергу, негативно позначалося на балансах банків – утримувачів державних облігацій, що знижувало рівень кредитоспроможності банків. Таким чином, початкове перенесення тягаря фінансової підтримки банків на державний бюджет згодом обернулося негативним впливом ринку державних облігацій на банківський сектор. Зіткнувшись з жорсткішими умовами залучення пасивів, європейські банки вдалися до згортання кредитної активності та зменшення обсягів іноземних вкладень.

Боргові проблеми розвинутих країн та пов'язані з ними негативні процеси і тенденції на міжнародних фінансових ринках впливають на стабільність фінансової системи України та боргову стійкість державних фінансів за каналами підвищення вартості зовнішнього фінансування, нестабільного доступу до ринкових позик, скорочення надходження позикового і акціонерного капіталу європейських банків до фінансового сектору України.

У таких умовах гарантування боргової стійкості державних фінансів України має ґрунтуватися на глибокому дослідженні процесів у рамках світової валютно-фінансової системи, а також врахуванні повного спектра фінансових ризиків, які виникають. У такому разі можливо буде досягти підвищення ефективності боргового механізму в Україні і створення умов для поступального розвитку національної економіки. Уроки

світової валютно-фінансової кризи засвідчили, що моніторинг і протидія впливу зовнішніх фінансових шоків, а також зважена боргова політика держави є вагомими складовими у системі антикризового фінансового управління.

Фінансова система України характеризується високим ступенем вразливості щодо подій на європейських ринках. У травні–червні 2012 р. в єврозоні під тиском невирішених економічних проблем і дією політичних чинників фінансова криза ввійшла в стадію загострення. Основні ризики для збереження фінансової стабільності в єврозоні посилилися внаслідок: 1) поширення ефектів «зараження» між країнами і запускання негативного зворотного зв'язку між нестійкістю державних фінансів, банківського сектору і зниженням темпів економічного зростання; 2) наростання напруженості на міжбанківському кредитному ринку і обмеження доступу європейських банків до джерел фінансування; 3) зниження рівня економічної активності, підвищення кредитних ризиків для банків і зменшення їхніх кредитних вкладень в економіку.

У 2012 р. в єврозоні посилилися дезінтеграційні тенденції та конфронтація між країнами-позичальницями і країнами-кредиторами. Фінансові проблеми досягли критичного рівня у тих країнах єврозони, де високий розмір державного боргу поєднувався зі значним дефіцитом міжнародної інвестиційної позиції (різницею між накопиченими зовнішніми активами і зобов'язаннями). До цієї групи країн-позичальниць входять Ірландія (дефіцит інвестиційної позиції 91 % ВВП), Греція (93), Іспанія (90) і Португалія (108 %). Водночас країнам-кредиторам, які мають профіцит міжнародної інвестиційної позиції, незважаючи на високий розмір державного боргу, вдається уникнути істотних проблем із рефінансуванням державних і банківських боргів. Це – Бельгія, Німеччина, Мальта і Нідерланди.

Боргова криза в єврозоні стала не лише наслідком глобальної фінансової кризи 2007–2009 рр. (під час якої значні суми приватних боргів трансформувалися у державні), а й відображенням глибинних недоліків конфігурації зони євро. Після введення в обіг спільної валюти банки країн ЄС отримали можливість у необмежених обсягах кредитувати країни зі значними дефіцитами як державного, так і приватного секторів економіки. Проте у країнах з низьким рівнем конкурентоспроможності запозичені кошти спрямовувалися переважно на кредитування житлового будівництва і споживчого буму, які ще більше знижували рівень їхньої конкурентоспроможності. Розбудові кредитної піраміди для

слабких економік єврозони було покладено край після стухання першої хвилі глобальної кризи, коли їхні потреби у залученні позичкового капіталу зросли, а впевненість суб'єктів фінансового ринку у платоспроможності держав-позичальниць похитнулася.

Проведені Європейським центральним банком (ЄЦБ) операції з довгострокового рефінансування банків (LTRO) на 1 трлн євро дещо зменшили гостроту проблем з ліквідністю європейських банків, проте не усунули фундаментальної проблеми – наростання протиріч між країнами-кредиторами і позичальницями єврозони. В результаті проведення операцій LTRO італійські та іспанські банки отримали можливість кредитувати свої національні уряди за рахунок нарощування зобов'язань перед ЄЦБ і центральними банками країн-кредиторів.

Фінансові шоки з європейських ринків охоплювали економіку і фінансову систему України за такими основними напрямками:

- підвищення вартості зовнішнього фінансування для держави, підприємств і банків, обмеження їхнього доступу до зовнішніх ринкових позик й посилення ризиків рефінансування зовнішнього боргу України;
- скорочення надходження позичкового і акціонерного капіталу європейських банків до банківського сектору України, що негативно впливає на фінансову стійкість банків та обсяги кредитування національної економіки.

Підвищення загального ступеня непевності на міжнародних фінансових ринках та зниження схильності інвесторів до прийняття ризиків спричинили зростання ринкових відсоткових ставок для позичальників з низьким рівнем кредитоспроможності. Величина спреду «EMBI+ Україна» станом на початок червня 2012 р. досягла 940 б. п., тоді як загальний показник для країн із ринками, що формуються, «EMBI+ спред» становив 411 б. п. У таких умовах ресурси міжнародного ринку капіталів стали важкодоступними для суб'єктів національної економіки. Зменшення надходження нових позик ускладнювало рефінансування наявних боргів та актуалізувало ризики дефолтів для найбільш вразливих позичальників.

В умовах пертурбацій на фінансових ринках ЄС ресурсна база банків України – як вітчизняних, так і з іноземним капіталом – зазнавала впливу зниження кредитних лімітів європейських банків. При цьому основними рушійними силами процесу делевериджу європейських банків були: «здування» кредитних «бульбашок» після глобальної фінансової

кризи, нові регулятивні вимоги фінансових органів ЄС (уведення в практику положень Базеля III), підвищення ризиків суверенної заборгованості і зменшення вкладень банків у державні цінні папери.

Проникненню міжнародних «ефектів зараження» до національної фінансової системи сприяли зони вразливості фінансово-економічного стану України – значний дефіцит поточного рахунку, недостатній розмір міжнародних резервів і високий рівень валового зовнішнього боргу.

У зоні євро після 1,5 року економічної рецесії в II кв. 2013 р. відновилося економічне зростання, однак за підсумками 2013 р. відбулося зниження реального ВВП на 0,5 %. Наразі багато країн зони євро зазнають труднощів, пов'язаних з масштабними фіскальними коригуваннями, низьким рівнем конкурентоспроможності, фрагментацією фінансових умов і необхідністю зниження рівня левериджу як у фінансовому, так і в корпоративному секторах економіки.

Під впливом кризових явищ у Західній Європі в багатьох країнах Східної Європи простежується тенденція до уповільнення темпів економічного зростання. Якщо в середньому у країнах з ринками, що формуються, і країнах, що розвиваються, зростання реального ВВП у 2013 р. становило близько 4,7 % (за даними МВФ), то у країнах Центральної та Східної Європи – 2,8 %, а в країнах США – 2,1 %.

Ситуація у Східній Європі істотно залежить від динаміки економічного розвитку Західної Європи, що є основним споживачем експортованої продукції для східноєвропейських компаній. Крім того, західноєвропейські банки є головними постачальниками позикового капіталу для східноєвропейських країн.

Слід зазначити, що загалом і країни з ринками, що формуються, і країни, що розвиваються, зростатимуть менш динамічно, ніж у минулому. Так, темпи зростання реального ВВП указаної групи країн зменшилися з 7,5 % у 2010 р. і 6,2 % у 2011 р. до 4,7 % у 2013 р. Ключовими чинниками гальмування економічного розвитку країн із ринками, що формуються, є закінчення буму цін на біржові товари, вичерпання потенціалу орієнтованої на експорт моделі зростання в Китаї, згорання заходів стимулюючої грошово-кредитної політики у деяких розвинутих країнах.

В останні п'ять років спостерігався приплив міжнародних капіталів до країн із ринками, що формуються, під дією м'якої грошово-кредитної політики у розвинутих країнах. Приплив лише портфельних інвестицій у боргові цінні папери збільшився більше ніж на 1 трлн дол. США, або на 2 в. п. ВВП приймаючих країн. Однак через очікування припинення

програм «кількісного пом'якшення» у розвинутих країнах скорочувалося надходження іноземного позикового капіталу до країн з ринками, що формуються. Так, надходження іноземних портфельних інвестицій до країн з ринками, що формуються, і країн, що розвиваються, зменшилося з 234,8 млрд дол. США у 2012 р. і до 186,5 млрд дол. США за 2013 р.

На тлі погіршення умов зовнішнього фінансування для країн з ринками, що формуються, часткове закриття ринків збуту для вітчизняних експортерів, загострення бюджетних проблем і скорочення золотовалютних резервів справляли вкрай негативний вплив на ринок облігацій зовнішньої державної позики (ОЗДП) України. У вересні 2013 р. величина спреда «EMBI+ Україна» в окремі періоди перевищувала 900 б. п., тоді як у міжнародній практиці вважається, що спред на рівні 600 б. п. і вище породжує реальні загрози для боргової стійкості, оскільки уряд втрачає можливості безперервного залучення нових позик і рефінансування накопичених боргів.

В умовах глобалізації та відкритості національної економіки глобальні фактори можуть відігравати важливу роль як у стабілізації боргової ситуації, так і у виникненні боргової кризи. До числа найбільш значущих глобальних факторів належать: *умови зовнішньої торгівлі, коливання світових процентних ставок і цін на сировину.*

В історичному ракурсі зростання процентних ставок у США спричинило виникнення криз суверенної заборгованості в Латинській Америці у 1980-х роках. Як правило, фінансовим кризам передують підвищення процентних ставок у розвинутих країнах або раптові зміни цін на сировинні товари, особливо нафту. Проте і низькі процентні ставки також можуть стати чинником виникнення кризових явищ. Зокрема, Д. Тейлор вказує на те, що у багатьох випадках світові фінансові кризи розгорталися в умовах низьких процентних ставок<sup>5</sup>. Інші дослідження свідчать про тісний зв'язок між нещодавною кризою та глобальними дисбалансами, які існували в 2000-х роках<sup>6</sup>.

Емпіричні дослідження підтверджують, що раптові зупинки потоків капіталу пов'язані з глобальними шоками. Досвід країн із ринками, що формуються, наприклад, Латинської Америки і Азії у 1990-х роках і Центральної та Східної Азії в 2000-х роках, показує, що після періоду

<sup>5</sup> Taylor J. B. An Empirical Analysis of the Revival of Fiscal Activism in the 2000s / J. Taylor // Journal of Economic Literature. – 2011. – Vol. 49, № 3. – P. 686–702.

<sup>6</sup> Obstfeld M. Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes / M. Obstfeld, K. Rogoff // CEPR Discussion Papers. – 2009. – № 7606.

інтенсивного припливу капіталу зазвичай відбувається різка зупинка чи зворотний рух капіталу, які зумовлюються впливом глобальних шоків.

Остання фінансово-економічна криза яскраво продемонструвала, що міжнародні фінансові ринки мають багатовекторний вплив у процесах виникнення, трансмісії та надання поштовху різним типам криз. Тому у моделях прогнозування криз поширення дістали показники, що засвідчують ступінь міжнародних взаємозв'язків. Зокрема, показники банківської діяльності, такі як рівень вразливості до ризиків зовнішнього фінансування і співвідношення між основними зобов'язаннями банків (депозитами) та іншими зобов'язаннями, дають змогу виявити відповідні зони вразливості<sup>7</sup>.

Основними секторами економіки України, на які поширюються первинні ефекти зовнішніх шоків, є валютний ринок, банківський сектор, експортний сектор, державний бюджет, платіжний баланс, валовий зовнішній борг. Проникнення кризових явищ світової економіки до економіки України може відбуватися за зовнішньоторговельним та фінансовим каналами. *Зовнішньоторговельний канал* спрацьовує при виникненні рецесії в країнах – торговельних партнерах України, зниженні світових цін на товари українського експорту, девальвації національних валют торговельних партнерів України, а також суттєвому підвищенні світових цін на товари вітчизняного імпорту. Темпи економічного зростання (спаду) у країнах – імпортерах української продукції визначають попит на товари вітчизняного експорту, а відповідно – і темпи зростання національного виробництва та обсяги валютного виторгу від експорту. Перевищення темпів девальвації національних валют країн – основних торговельних партнерів України – над темпами девальвації гривні негативно впливає на конкурентоспроможність товарів українського експорту на ринках збуту і обсяги експорту до цих країн. Рівень цін на товари вітчизняного експорту визначає вартісні обсяги виторгу від експорту, а рівень цін на товари українського імпорту – вартісні обсяги виплат за імпортом.

Поширення міжнародних «ефектів зараження» за *фінансовим каналом* може реалізуватися при суттєвому підвищенні процентних ставок на міжбанківських кредитних ринках, збільшенні спредів за фінансовими інструментами країн з ринками, що формуються, збільшенні про-

<sup>7</sup> Shin H. S. Procyclicality and the Search for Early Warning Indicators / ed. by S. Claessens, M. A. Kose, L. Laeven, F. Valencia // *Financial Crises, Consequences, and Policy Responses*. – 2013 (forthcoming).

центних ставок за борговими зобов'язаннями країн з ринками, що формуються, а також падінні фондових індексів на ринках розвинутих країн.

У кризових умовах вплив зовнішніх фінансових шоків на економіку України виявляється таким чином:

- скорочуються надходження за фінансовим рахунком платіжного балансу, зростають виплати за статтею «доходи» та знижується рівень міжнародних резервів України;
- в умовах посилення непевності на міжнародних фінансових ринках та послаблення схильності інвесторів до прийняття ризиків збільшуються масштаби втечі капіталу з України, що негативно впливає на стан платіжного балансу та стабільність банківської системи;
- на валютному ринку зменшується пропозиція іноземної валюти, внаслідок чого НБУ змушений збільшувати обсяги власних валютних інтервенцій для нівелювання різких коливань курсу;
- суттєве підвищення процентних ставок на міжнародних ринках зумовлює зростання вартості обслуговування зовнішнього боргу для українських позичальників та ускладнює рефінансування наявних боргів;
- посилення нестабільності міжнародних фінансових ринків призводить до звуження фінансових джерел із метою фінансування виробництва для підприємств-експортерів;
- при підвищенні спредів і процентних ставок уряд змушений збільшувати видатки бюджету на обслуговування зовнішнього боргу, при цьому можливості для залучення зовнішніх комерційних позик погіршуються, знижується також ринковий попит на внутрішні зобов'язання уряду.

Усі окреслені негативні явища, які виникають під впливом зовнішніх шоків, у своїх критичних проявах можуть призводити до порушення боргової стійкості.

Таким чином, в умовах високої залежності економіки України від коливань кон'юнктури світових товарних і фінансових ринків першочергового значення набувають: зміцнення фінансової системи України шляхом підвищення ступеня збалансованості державних фінансів України, зваженого управління державним боргом, вдосконалення системи пруденційного регулювання, накопичення достатнього рівня міжнародних резервів, а також диверсифікація структури вітчизняного експорту і створення сприятливих умов для розвитку експортних виробництв.



### 1.3. МАКРОФІНАНСОВІ ПРОБЛЕМИ БОРГОВОГО НАВАНТАЖЕННЯ ТА ТЕОРЕТИЧНІ ПОШУКИ ЙОГО ОПТИМАЛЬНОГО РІВНЯ

Швидко зростання державного боргу в багатьох розвинутих країнах унаслідок реалізації заходів із подолання наслідків глобальної фінансової кризи радикалізує полярні позиції у теорії з приводу ролі фіскальної політики в структурі макрорегуляторів. Особливої гостроти дискусії додають певні обставини. Одна з них – прискорене посилення боргового навантаження з 2008 р., що відбулось в умовах, коли державний борг вже тривалий час демонстрував тенденцію до повзкого зростання при тому, що більшість країн декларувала схильність до орієнтації на номінальний «якір» боргової стабільності. Глибина кризи та масштаби фіскальних акцій засвідчили, що навіть формалізований рівень допустимого боргового навантаження може бути легко подоланий в умовах, коли матиме місце істотне погіршення показника структурного бюджетного дефіциту. Різке відхилення показників зайнятості та випуску від потенційних значень стає прийнятною передумовою для дефіцитного фінансування дискреційних фіскальних стимулів, а також потребує збільшення державного боргу внаслідок дії автоматичних стабілізаторів.

Незважаючи на те, що впродовж перших місяців після ескалації кризи стрімке зростання бюджетного дефіциту видавалося неминучим, подальші події продемонстрували необхідність серйознішої концептуальної переоцінки ролі оптимальних значень державного боргу в структурі макрофіскальних стратегій та, зрештою, теоретичного переформатування прямих і прихованих зв'язків між суверенною платоспроможністю та фінансовою стабільністю.

Досвід трансформації фінансової кризи у кризу ліквідності боргових ринків, а подекуди платоспроможності суверенних позичальників, засвідчив, що реакція ринків на макрофіскальні та монетарні акції щодо державного боргу є не менш істотною порівняно з фундаментальними факторами стійкості публічних фінансів. У системі глобально інтегрованих фінансових ринків оцінка суверенної платоспроможності виходить за межі аналізу бюджетних рахунків, завдяки чому спекулятивні настрої багато в чому визначаються логікою інтерпретаційних моделей, якими послуговуються глобальні інвестори при проведенні макроаналізу позикової активності урядів. Посилення ідіосинкразій ринкових учасників у поясненні зв'язків між поточними процесами та майбутньою траекто-

рією державного боргу відображається у підвищенні напруженості у сфері макротеорії боргової стійкості.

Однією з причин переосмислення проблеми оптимальних рівнів державного боргу є парадоксальне поєднання емпіричних даних щодо боргової стабільності в розрізі країн із першими оцінками перебігу та наслідків фіскальних консолідацій<sup>8</sup>.

Щодо першого, то традиційний поділ на розвинуті країни, для яких допускався вищий рівень оптимального боргового навантаження, та країни з ринками, що формуються, і країни, що розвиваються, для яких оптимальні рівні державного боргу повинні мати значно нижчі значення порівняно з першими, навряд чи є репрезентативним. Доцільніше, на наш погляд, поєднати фундаменталістський підхід до оцінювання фіскальної стійкості з підходами, що враховують ефекти сегментації. Наприклад, поєднання ефекту «надійної гавані» з переорієнтуванням потоків капіталу на відповідний борговий ринок сприйматиметься в категоріях протиставлення погіршення глобальної конкурентоспроможності можливостям підтримання ліквідності боргових ринків. Врахування структури держборгу, величини процентних ставок та бази інвесторів є не менш важливими елементами пояснення контрастів між співвідношенням боргу до ВВП, сумісних із борговою стабільністю.

Щодо другого, то критичні огляди посткризових фіскальних консолідацій прямо вказують на те, що домінування прямих кейнсіанських ефектів стиснення попиту чи некейнсіанських стимулюючих пропозицію наслідків відновлення бюджетного балансу багато в чому залежить від низки факторів, які нерідко мають специфічне походження, властиве певній країні, і не можуть бути екстрапольовані на інші держави. Наприклад, досягнення значного первинного профіциту може не мати деструктивних наслідків для ВВП та зайнятості, якщо це компенсується зовнішнім попитом. При цьому потенційні вигоди від підвищення фіскальної дисципліни можуть не дати некейнсіанських ефектів у випадку, коли рівень фіскальних мультиплікаторів суттєво перевищує одиницю, структура публічних фінансів близька до оптимальної, а економічні агенти оцінюють перспективи суверенної платоспроможності, відштовхуючись не стільки від поточного рівня державного боргу, скільки від очікуваної економічної динаміки тощо.

<sup>8</sup> Coenen G. Fiscal Consolidation in the Euro Area: Long-Run Benefits and Short-Run Costs / G. Coenen, M. Mohr, R. Straub // ECB Working Paper. – 2008. – № 902. – P. 1–37.

Посилення полярності в теоретичній інтерпретації оптимального рівня боргового навантаження, окрім суто гносеологічного дискомфорту, зумовляє ряд суттєвих труднощів, які не можна не помітити. Відсутність теоретичного консенсусу щодо кількісного значення номінального «якоря» боргової стабільності має окремі далекосяжні наслідки.

У сфері макроекономічної політики відсутність такого номінального «якоря» можна вважати втратою механізму самостримування щодо боргової експансії. Причому наявність саме кількісного номінального «якоря» є важливою, оскільки вона відкриває шлях для найпростішого політико-економічного дизайну інституціональних обмежень у сфері фіскальної політики. Без таких обмежень дебати щодо поточної бюджетної стратегії матимуть широку площину для опортуністичної поведінки, підсумком чого буде посилення динамічної інконсистентності фіскальної політики. По суті втрата певним рівнем боргу до ВВП свого критеріального статусу означає, що будь-які інституціональні формати фіскальної політики стають вразливими до спекуляцій з приводу показників оптимальності у сфері балансу бюджету.

Для ринків втрата кількісного значення, з яким асоціюється номінальний «якір» боргової стабільності, означає підвищення чутливості до теоретичних моделей – авторського чи академічного плану – з допомогою яких оцінюється суверенна платоспроможність. Попри те, що сам факт наявності конвенціонального номінального «якоря» боргової стабільності не підміняє раціональні очікування та ринкову ефективність, він суттєво полегшує структуру аналізу, оскільки передбачає, що бенчмарки знижують інформаційний шум, відсікають гіпертрофовані реакції на сигнали та мінімізують трансакційні витрати пошуку інформації. Проте переоцінка номінального «якоря» щодо можливостей екстраполювати його на широкий перелік країн також не завжди є виправданою саме через вагомість національних детермінант боргової стійкості за різних рівнів боргового навантаження. Найбільшою проблемою, швидше, буде тенденція до гіперреакції на боргових ринках, інспірована тим, що різні економічні агенти формуватимуть свої інвестиційні рішення, спираючись на відмінні теоретичні підходи до оцінювання боргового тягаря. Це нагадуватиме ситуацію з теорією «цапа-відбувайла» валютних курсів, коли невідповідність їхньої поведінки конкретним теоретичним моделям пояснюється не стільки з міркувань заперечення теоретичної адекватності тої чи іншої моделі і не стільки з позиції того, що поведінка курсів є занадто непередбачуваною, щоб їх можна було би

аналізувати з допомогою структурних моделей, скільки з огляду на те, що в системі складно організованих ринків різні групи інвесторів оперують тими моделями оцінки траєкторій курсових співвідношень, яким вони просто надають перевагу<sup>9</sup>. Небезпека перенесення цього на боргові ринки полягатиме в підвищенні поточної волатильності спредів, спонтанних коливань ліквідності ринків, послабленні лінійності зв'язку між ринковою дисципліною (адекватне відображення ризиків суверенної платоспроможності у величині відсоткових ставок та їхній структурі) та траєкторією державного боргу.

Із позиції фундаментальної макротеорії проблема визначення оптимального рівня боргового навантаження до ВВП полягає в основі самих принципів постановки питання. Невипадково, чим більшою мірою теоретичні дослідження намагаються врахувати різного роду специфікації параметрів економіки та співвіднести їх із вимогами до стабілізаційної ефективності фіскальної політики, при тому так, щоб її динамічна інконсистентність звелась до мінімуму, тим більшою мірою спостерігатиметься відхід від, власне, кількісної відповіді на запитання, який відносний рівень державного боргу є оптимальним. Завдяки цьому намітилася тенденція до формування певної методологічної прірви між формально-аналітичними, економетричними та статистичними дослідженнями оптимальної величини боргового навантаження. У найбільш загальній формі можна виокремити не кількісну та кількісну концепцію оптимальних обсягів державного боргу, що співвідносяться з фіскальною стабільністю та платоспроможністю уряду у довгостроковому періоді.

Підґрунтям умовно виокремленої кількісної концепції оптимальності державного боргу є своєрідний перетин так званої проблеми Барро-Рікардо з теорією оптимального оподаткування. Рікардіанська модель державного боргу передбачає, що для репрезентативного економічного агента не існує відмінності між податковим та борговим способом фінансування урядових видатків. Взаємозамінність між податками та боргами впливає з того, що уряд має тільки один реальний спосіб зменшення боргу – підвищення податків. Тобто у будь-якому періоді зростання видатків, що фінансується у борг, означає підвищення податків у майбутньому, на що економічні агенти реагують збільшенням приватних заощаджень. Рікардіанська модель державного боргу передбачає критеріальний висновок – варіація боргового навантаження допустима

<sup>9</sup> *Fratzscher M. The Scapegoat Theory of Exchange Rates: The First Tests / M. Fratzscher, L. Sarno, G. Zinna // ECB Working Paper. – 2012. – № 1418. – P. 1–52.*

завдяки спроможності уряду варіювати рівень податкового тягара. Однак макроекономічні висновки з рікардіанської моделі є більш далекосяжними. При раціональних очікуваннях економічних агентів еквівалентність між податковим та борговим фінансуванням публічних видатків означає нейтральність фіскальної політики. Можливості впливати з допомогою податкових та видаткових акцій на сукупний попит, випуск і зайнятість є обмеженими, оскільки заощадження уряду перебуватимуть у оберненій залежності із заощадженнями приватного сектору, представники якого усвідомлюють кредитні обмеження уряду<sup>10</sup>. Звідси випливає, що постановка питання про оптимальний рівень державного боргу навряд чи є резонною.

Утім, поглиблення неокласичного аналізу оподаткування продемонструвало, що між податками та боргами не існує еквівалентності, яку можна було би в чистому вигляді сприймати як взаємозамінність. Введення у формальний аналіз досить реалістичного припущення про те, що видатки суспільного сектору поділяються на перманентні та тимчасові, суттєво змінює картину. Фінансування постійних видатків повинно забезпечуватися за рахунок податків. Це гарантує відсутність дефіцитного зміщення фіскальної політики. Однак фінансування тимчасових видатків допускає варіанти, що робить наявність певного рівня державного боргу не просто допустимим, а таким, що підвищує добробут. Підвищення податків для фінансування додаткових видатків призводить до втрат добробуту завдяки посиленню негативних спотворюючих ефектів. Погіршення алокаційної ефективності економіки та прямі втрати від оподаткування за більш високих ставок можуть бути компенсовані тимчасовим підвищенням рівня державного боргу. Звідси – збільшення державного боргу буде оптимальним доти, доки тягар відсоткових виплат буде нижчим за тягар спотворюючого оподаткування. Попри те, що теорія оптимального оподаткування передбачає міжчасову рівність доходів та видатків бюджету, певний «запас» державного боргу може видаватися більш виграшним порівняно з макроекономічною результативністю механічного підтримання бюджетного балансу. З огляду на державний борг з позиції міжчасової оптимізації оподаткування можна припустити, що наслідки щорічно збалансованого бюджету можуть бути обмежувальними, а перманентне дефіцитне фінансування активі-

<sup>10</sup> Barro R. Are Government Bonds Net Wealth? / R. Barro // Journal of Political Economy. – 1974. – Vol. 82(6). – P. 1095–1117.

зує рикардіанську поведінку економічних агентів, яка робить фіскальну політику нейтральною<sup>11</sup>.

Застосування механізмів фінансової репресії, монетарне підтримання від'ємних процентних ставок та зміна запасу активів суспільного сектору є важливими супровідниками реверсу боргового навантаження в епізодах, що характеризуються специфічною маргінальністю<sup>12</sup>. Постійна активізація таких інструментів радикального зниження державного боргу все одно доволі обмежена. В сукупності з побудовою фіскальних консолідацій шляхом досягнення первинного профіциту завдяки зниженню публічних видатків<sup>13</sup> обмеження на застосування позабюджетних механізмів боргової оптимізації свідчать, що уряди не проводять рикардіанської боргової політики на перманентній основі. Навіть перевищення оптимальних значень боргу, що зумовлює необхідність консолідаційних заходів, не заохочує збільшення податків.

Щодо другого, то рикардіанська поведінка у приватному секторі також досить суперечливою. По-перше, рівень уже нагромадженого боргу не є нейтральним щодо схильності до рикардіанської реакції економічних агентів на фіскальну політику уряду. Так, схильність до примноження приватних заощаджень у відповідь на державні запозичення посилюється там, де рівень державного боргу вищий. Це означає, що економічні агенти усвідомлюють ризики збільшення податкового тягаря задля розв'язання боргових проблем. Завдяки цьому за вищих обсягів боргу

<sup>11</sup> *Barro R. On the Determination of the Public Debt / R. Barro // Journal of Political Economy. – 1979. – Vol. 87(5).*

<sup>12</sup> Важлива роль фінансової репресії та заниження процентних ставок у процесі зменшення повоєнного державного боргу достатньо добре проілюстрована у: *Reinhart C. The Liquidation of Government Debt / C. Reinhart, M. B. Sbrancia // BIS Working Paper. – 2011. – № 363. – P. 1–45.* На відміну від цього зниження державного боргу відповідно до процесу євроінтеграції багато в чому забезпечувалось через механізм приватизації: *Milesi-Ferretti G.-M. Fiscal Adjustment in EU Countries: A Balance Sheet Approach / G.-M. Milesi-Ferretti, K. Moriyama // IMF Working Paper. – 2004. – WP/04/143. – P. 1–34.* Обмеження указаних видів політики радикального зниження державного боргу в умовах глобальної фінансової інтеграції та реформ публічних фінансів наведені у: *The Good, the Bad, and the Ugly: 100 Years of Dealing with Public Debt Overhangs. Ch. 3 // IMF World Economic Outlook. – Wash. (D.C.): IMF, 2012. – Oct. – P. 23.*

<sup>13</sup> *Alesina A. Large Changes in Fiscal Policy: Taxes versus Spending / A. Alesina, S. Ardagna // Tax Policy and the Economy. – 2010. – Vol. 24. – P. 35–68.*

до ВВП обернена залежність між рівнем заощаджень у приватному та публічному секторах має тенденцію до посилення<sup>14</sup>.

Зумовленість вибору завбачливих заощаджень рівнем державного боргу може свідчити про те, що раціональні очікування в дусі Барро–Рікардо включаються з певного моменту. Це є компромісною позицією, яка долає проблеми емпіричного підтвердження рікардіанських мотивів у поведінці споживання та заощаджень у приватному секторі. Економічні агенти можуть усвідомлювати, що за певного рівня державного боргу уряд здійснюватиме відносно довільну фіскальну політику, що не спонукатиме до реакцій, котрі кваліфікувались би як міжчасова оптимізація. Включення раціональних очікувань із відповідним пристосуванням заощаджень до боргових сценаріїв вказує на наявність певного імпліцитного рівня державного боргу, який може узгоджуватися із ціллю максимізації добробуту.

Наявність такого імпліцитного рівня державного боргу методологічно суттєво посилює не кількісні концепції боргової оптимальності. Максимізація суспільного добробуту за певного рівня державного боргу, безвідносно до проблеми фіскальної стійкості, етимологічно пов'язана з трьома підходами:

- державний борг слід співвідносити не з ВВП, який є показником потоку, а з активами суспільного сектору, що є показником запасу. По суті, це так званий балансовий підхід (від англ. – *balance sheet approach*). Боргові зобов'язання здебільшого видаються завищеними у випадку, коли їх аналізують у кореспонденції з річним ВВП. Оскільки дефіцитне фінансування часто пов'язане з державними інвестиціями, то і порівнювати борговий тягар слід із вартістю публічних активів. Утім, існує значна проблема того, що публічні активи не генерують податкових надходжень, а, швидше, потребують публічних поточних видатків, незважаючи на те, що виконують важливу в економіці функцію. Ринкова вартість таких активів також є відносною, хоча б з міркувань відсутності функціональної взаємозамінності між приватними і публічними активами. Саме завдяки цьому подібне гетеродоксальне уявлення про оптимальність боргового тягаря, скоріше за все, ставатиме інтелектуальним підґрунтям активістського дефіцитного фінансування, що поро-

<sup>14</sup> Berben R. The Impact of Government Debt on Private Consumption in OECD Countries / R. Berben, T. Brosens // *Economic Letters*. – 2007. – Vol. 94, is. 2. – P. 220–225.

джуватиме невизначеність навколо траєкторії суверенної платоспроможності в довгостроковому періоді;

- державний борг відіграє важливу оптимізаційну роль у забезпеченні міжпоколінної корисності. Практично більшість моделей, побудованих на принципах співіснуючих поколінь (від англ. – *overlapping generations models*), підтверджує, що фінансування створення капітальних благ у борг краще відповідає принципам максимізації суспільного добробуту. Таке бачення корениться в так званому золотому правилі публічних фінансів, відомому з часів А. Вагнера. Проте зростання державного боргу призводить до того, що останній з механізму оптимізації розподілу тягаря фінансування публічних видатків між поколіннями може легко перетворитись на джерело явних перерозподільчих конфліктів. Навіть абстрагуючись від проблеми фіскального опортунізму та егоїстично налаштованих учасників політичних ринків, можна побачити, що перетин державним боргом певного рівня призводить до порушення міжгенераційної корисності. Звісно, можна припустити, що «золоте правило» загалом функціонально ближче до макроекономіки бюджетних дефіцитів, унаслідок чого оптимальність державного боргу може бути винесена за дужки доти, доки дотримання цього правила сприяє економічному зростанню. Але самі по собі обмеження у вигляді фінансування публічних інвестицій у борг ще не гарантують уникнення проблеми суверенної платоспроможності. Надмірні інвестиції державного сектору не виключають виникнення ситуації погіршення алокації ресурсів, непродуктивного нагромадження публічних активів у сукупності з погіршенням фіскальної стійкості;
- державний борг може розглядатись як спосіб зниження впливу імперфекцій фінансових ринків на суспільний добробут. Проциклічна поведінка кредиту приватному сектору часто компенсується контрциклічною борговою політикою. В екстраполяції на поведінку фінансових посередників подібний макроекономічний ефект може означати компенсацію надмірних ризиків фінансових дестабілізацій в процесі циклічної заміни портфелів банківських активів з таких, де домінують вимоги до приватного сектору, на такі, в яких домінують вимоги до публічного сектору. Виникнення проблеми розриву між попитом на фінансові послуги та ступенем розвитку фінансової системи позначилось на зміні моделювання імперфек-



цій останньої. Оптимальність державного боргу почала розглядатись у контексті того, що інструменти державних запозичень виступають як приватна ліквідність<sup>15</sup>. При певних інституціональних прогалинах розвитку фінансового посередництва такі інструменти можуть бути ефективним засобом алокації приватних заощаджень. Також володіння державним боргом є способом підвищення гнучкості бюджетних обмежень приватного сектору.

В окремих дослідженнях вказується на те, що за умов пастки ліквідності, коли наближення процентних ставок до нуля знижує алокаційну ефективність фінансового посередництва, збільшення величини державного боргу може підвищити сукупний попит як за каналами прямого впливу на агреговані витрати, так і через готовність економічних агентів позичати й витратити більше під очікувані доходи в майбутньому. В цьому контексті підвищення рівня державного боргу в економіці асоціюється із можливостями рівноважного зростання величини застави, що позитивно впливає на сукупний попит<sup>16</sup>.

Утім, оптимальності державного боргу як приватної ліквідності чи засобу кумулятивного підвищення вартості застави в економіці дотримуються доти, доки суверенна платоспроможність не викликає сумніву, а самі інструменти державного боргу кваліфікуються як безризикові, а тому необмежено ліквідні. У випадках макрофінансових стресів за субграничних рівнів нагромадженого державного боргу ринкова вартість та ліквідність інструментів останнього може опинитись зовсім не в тому сегменті ринкових очікувань, як це уявляють прокейнсіанські теоретики. Багато в чому уявлення про особливий статус державного боргу як кумулятивну вартість застави та приватної ліквідності суттєво зміщені до виняткових позицій боргових інструментів невеликої групи країн, центральні банки яких можуть, не втрачаючи довіри, ефективно підтримувати відповідний ринок. Як тільки нагромадження боргу сягне величини, що поставить під сумнів суверенну платоспроможність, державний борг може перетворитись із фасилітатора приватної ліквідності та

<sup>15</sup> *Woodford M. Public Debt as Private Liquidity / M. Woodford // American Economic Review. – 1990. – Vol. 80-2. – P. 382–388.*

<sup>16</sup> Огляд наведених неокласичних варіацій на традиційну кейнсіанську тему, наприклад, представлено у: *Angeletos G.-M. Optimal Public Debt Management and Liquidity Provision / G.-M. Angeletos, F. Collard, H. Dellas, B. Diba // NBER Working Paper. – 2013. – Dec. 15. – P. 1–42.*

споживання на обмежувача попиту через виникнення негативних ефектів доходу<sup>17</sup>.

Зв'язок між кризою суверенної платоспроможності та банківським стресом в Європі у 2009–2011 рр. продемонстрував, що експансія державного боргу не зменшує недосконалості фінансових ринків, а, навпаки, поглиблює їх через розширення периметра потенційних спекуляцій. Звідси – позитивні ефекти експансії державного боргу задля подолання проблеми стагнації сукупного попиту, обмеженого недоліками фінансових ринків, не можуть не визнаватись такими, що актуалізуються в доволі обмеженому діапазоні нагромаджених урядом боргових зобов'язань. Швидше, такий підхід слід зблизити з проблемою оптимального боргового навантаження, що дає змогу провести антикризові заходи.

Розуміння оптимальності державного боргу як такої, що консистентна із можливостями збільшення державних запозичень задля фінансування заходів із макроекономічної стабілізації, у вагомий спосіб коригує базовий кейнсіанський теоретичний проект щодо ролі дефіцитного фінансування в реанімації сукупного попиту. В найпростішій формі стабілізаційна функція боргу спиралася на ряд моментів. Зниження процентних ставок послаблює стабілізаційну ефективність монетарної політики, що підвищує спроможність збільшення прямих урядових видатків задля досягнення позитивної динаміки сукупного попиту. Ефект мультиплікації дає можливість підвищити рівноважний ВВП та зайнятість і на цій основі створити базу для підтримання фіскальної стійкості. Щорічно збалансований бюджет стає на заваді процесу циклічного згладжування. Поєднання автоматичних стабілізаторів із дискреційними змінами у фіскальній політиці забезпечує глибокий вплив на рівноважні агреговані витрати в економіці. Державні інвестиції є ключовим механізмом впливу на сукупний попит, з допомогою якого можна отримати таку величину мультиплікатора урядових видатків, що повністю вирішує питання тягаря державного боргу<sup>18</sup>.

<sup>17</sup> *Rother Ph. The Benefits of Fiscal Consolidation in Uncharted Waters / Ph. Rother, L. Schuknecht, J. Stark // ECB Working Paper. – 2010. – № 121. – P. 1–33.*

<sup>18</sup> Розглянуто засади кейнсіанської теорії щодо фіскальної політики та роль державного боргу у ній: *Классики кейнсианства : в 2-х т. Т. 1: К теории экономической динамики / Р. Харрод. Экономические циклы и национальный доход Ч. I–II / Э. Хансен. – М. : Экономика, 1997. – 416 с.; Классики кейнсианства : в 2-х т. Т. 2 : Экономические циклы и национальный доход Ч. III–IV / Э. Хансен. – М. : Экономика, 1997. – 431 с.; Myrdal G. Fiscal Policy in the Business Cycle /*

Підґрунтям перегляду такого оптимістичного уявлення про державний борг багато в чому було посилення фіскальних дисбалансів 1980-х років та редакція ключових засад макротерії під впливом теорії раціональних очікувань. У рамках теоретичного апарату нового кейнсіанства проблема стабілізаційної ролі набула нової форми саме тому, що питання суверенної платоспроможності продемонстрували вразливість стабілізаційної ефективності фіскальної політики до величини нагромадженого державного боргу.

Висвітлення питання залежності ефективності фіскальної політики від рівня вже нагромадженого державного боргу вийшло за межі винятково стабілізаційних заходів. У ширшому розумінні величина державного боргу прямо впливає на: еластичність автоматичної стабілізації; масштаби дискреційних заходів; спроможність швидко розширити обсяги запозичення для фінансування стимулюючих заходів тощо. В усіх випадках спрацьовує базовий механізм, який передбачає, що контрциклічна реакція бюджету є тим еластичнішою, чим нижчою є величина боргових зобов'язань уряду. В базовій теорії державного боргу його величина прямо впливає на обсяг відсоткових виплат, а отже, на величину первинного дефіциту, який уряд може собі дозволити в світлі того, що підвищення податків та зниження видатків не є еластичними та повністю контрольованими величинами в короткостроковому періоді.

Саме завдяки тому, що більші обсяги державного боргу перетворюють бюджети на такі, що, попри загальні дефіцити, зводяться із первинними профіцитами, всі контрциклічні рішення – і ті, що ґрунтуються на дії автоматичних стабілізаторів, і ті, що пов'язані з дискреційними акціями, є обмеженими. Ліквідність ринку боргових інструментів, процентні ставки та роль центробанків у підтримці емісії державного боргу також є суттєвими факторами, що засвідчують обмеження уряду на здійснення запозичень в обсягах, які можна було би назвати адекватними потребам у заходах з макроекономічної стабілізації і консистентними із підтримання суверенної платоспроможності навіть у середньостроковій перспективі.

Емпіричні дослідження нелінійних ефектів фіскальної експансії, пов'язаних із початковою величиною державного боргу, підтверджують природну інтуїцію, згідно з якою можливості збільшення запозичень за-

---

G. Myrdal // *The American Economic Review*. – 1939. – Vol. 21, № 1. – P. 187–193;  
Lerner A. *Functional Finance and the Federal Debt* / A. Lerner // *Social Research*. – 1943. – Vol. 10, № 1. – P. 39–41; Haavelmo T. *Multiplier Effects of Balanced Budget* / T. Haavelmo // *Econometrica*. – 1945. – Vol. 13, № 2. – P. 311–318.

лежать від того, який їхній обсяг уже здійснено у минулих періодах. Наприклад, фахівці МВФ підтверджують, що ефективність фіскальної політики як контрциклічного засобу знижується там, де рівень державного боргу вищий. Для розвинутих країн такий поріг контрциклічної ефективності ідентифікований на рівні 75 %, а країн з ринками, що формуються, – 25 %<sup>19</sup>. Інші дослідження вказують на те, що борговий поріг стабілізаційної ефективності фіскальної політики може бути ще нижчим. З другого боку, окремі дослідники дотримуються думки, що у випадку, якщо нелінійні ефекти фіскальної політики є слабкими, оптимальний рівень державного боргу, консистентний зі стабілізаційними потребами, також відсутній<sup>20</sup>. Водночас емпіричний аналіз залежності між борговим тягарем до глобальної фінансової кризи і величиною дискреційних стимулів у співвідношенні до ВВП у 2009–2011 рр. чітко вказує на те, що спроможність урядів реалізовувати антикризові заходи суттєво лімітувалася початковим рівнем нагромадженого боргу<sup>21</sup>. Аналіз фіскальної політики у довгостроковому періоді також свідчить про обернену залежність між рівнем нагромадженого державного боргу та спроможністю проводити контрциклічну політику<sup>22</sup>.

Такі емпіричні розвідки надалі розвинули дискусію про те, що оптимальний рівень державного боргу повинен пов'язуватися зі стабілізаційними потребами, які можуть виникнути в моменти стресів. У плані теорії більш безпосереднє врахування проблеми нелінійних ефектів фіскальної політики також кристалізувалось не одразу. Наприклад, стандартні моделі фіскальної стійкості передбачають, що рівень державного боргу перебуватиме в оптимальних межах доти, доки довгострокові числові ряди податків та видатків будуть коінтегрованими. Інше читання фіскальної стійкості передбачатиме, що оптимальна величина державного боргу матиме місце тоді, коли підтримуватиметься еквівалентність між його вели-

<sup>19</sup> Fiscal Policy as a Countercyclical Tool // IMF World Economic Outlook. Chapter 5. – IMF : Wash. (D.C.), 2008.

<sup>20</sup> Відповідні дискусійні питання наведено, зокрема, у: Topalova P. What Level of Public Debt Could India Target? / P. Topalova, D. Nyberg // IMF Working Paper. – 2010. – WP/10/07. – P. 1–26.

<sup>21</sup> Reassessing the Role and Modalities of Fiscal Policy in Advanced Economies // IMF Policy Paper. – 2013. – Sept. – P. 1–63.

<sup>22</sup> Christiansen L. What Role for Discretionary Fiscal Policy? A Discussion Anchored in the Stylized Facts of Past Consolidations / L. Christiansen, E. Perez Ruiz // IMF Mimeo [Електронний ресурс]. – Режим доступу: //www.imf.org.

чиною та дисконтованою вартістю майбутніх бюджетних профіцитів<sup>23</sup>. Останні безпосередньо прив'язані до спроможності уряду змінювати податки та видатки на гнучкій основі. В обох класах моделей можливості маневрувати величиною профіциту розглядаються як підґрунтя фіскальної стійкості, а оптимальний рівень державного боргу повинен поєднуватися із інструментальним призначенням бюджетних дисбалансів як у позитивний бік – для зменшення державного боргу, так і у негативний – для фінансування необхідних стабілізаційних видатків. Звідси – осяжна спроможність уряду вдаватися до значних профіцитів відобразить те, яким повинен бути оптимальний розмір державного боргу.

Попри загальну логічну стрункість, ці моделі мають багато слабких сторін: відсутність кількісного підходу до визначення оптимального значення державного боргу; широка варіація з вибором ставки дисконтування; розмитість поняття «осяжності» спроможності уряду вдаватися до профіцитів у майбутньому. Тобто у випадку, коли поточний державний борг перевищуватиме очікувану спроможність уряду вдаватися до профіцитів бюджету, вважатиметься, що він перевищив поріг оптимальності, завдяки чому враховується фактор раціональних очікувань щодо фіскальної політики, але при цьому кількісні обмеження на боргову експансію усуваються в кейнсіанському дусі. Однак однією з найсуттєвіших прогалин цієї моделі є те, що уряд у майбутньому буде змушений вдаватися до дефіцитів, а не до профіцитів. Це спонукало до введення в модель ще однієї умови. Державний борг буде консистентний із фіскальною стійкістю тоді, коли уряд завжди матиме можливість повернути його на стабільну траєкторію<sup>24</sup>. Це нововведення істотно уточнює практичні особливості фіскальної політики. Видатки зі стабілізаційною метою можуть бути суттєвими, що призводитиме до зростання державного боргу в окремі періоди. Але його зменшення до «попереднього» значення вказуватиме на те, що дотримуватиметься принцип оптимальності. Тобто підвищений рівень державного боргу буде таким, що досягнення профіциту бюджету

<sup>23</sup> *Abiad A. Primary Surpluses and Sustainable Debt Levels in Emerging Market Countries / A. Abiad, J. Ostry // IMF Policy Discussion Paper. – 2005. – PDP/05/06. – P. 1–24; Mendoza E. International Evidence on Fiscal Solvency: Is Fiscal Policy 'Responsible'? / E. Mendoza, J. Ostry // Journal of Monetary Economics. – 2008. – Vol. 55, № 6. – P. 1081–1093.*

<sup>24</sup> *The Sustainability of Fiscal Policy: New Answers to an Old Question / O. Blanchard, J. Chouraqui, R. Hagemann, N. Sartor // OECD Economic Studies. – 1990. – № 15. – P. 7–36.*

для повернення на попередній борговий рівень буде достатньо імплантативним і не передбачатиме вагомих політико-економічних втрат.

Посилення значення факторів фінансових стресів у калібруванні умов стабілізаційної ефективності фіскальної політики потребує суттєвого уточнення логіки боргової поведінки у відповідь на макроекономічний шок. В умовах стресу, особливо якщо він має фінансовий характер, питання доступу до фінансування та ліквідність боргового ринку матимуть вирішальне значення. Ефективність стабілізаційних заходів буде тим вищою, чим швидше та в достатніх масштабах уряд зможе вийти на борговий ринок і при цьому не викликати занепокоєння з приводу платоспроможності та витіснення приватних інвестицій. Це означатиме, що стабілізаційна політика, що призводить до підвищення рівня державного боргу, повинна користуватись довірою, а сам факт первинного дефіциту повинен сприйматись як такий, що компенсує гальмування приватних витрат.

Таке припущення відкриває нові можливості для тлумачення оптимального рівня боргового навантаження. Якщо ідентифікувати потреби у фінансуванні в умовах кризи з позиції сигналу, який посиляється економічними агентами щодо напряму макрополітики, то нові запозичення в період шоку не поглиблюватимуть дестабілізації тільки тоді, коли сприйматимуться як позитивний сигнал. При цьому відсутність запозичень і прагнення продемонструвати прихильність до збалансованого бюджету в період кризи можуть сприйматись як негативний сигнал, оскільки така політика не користуватиметься довірою. Початковий рівень державного боргу є ключовим фактором, який визначатиме те, наскільки нові запозичення в кризові моменти будуть сприйняті як позитивний сигнал<sup>25</sup>. У світлі цього можна розглянути чотири варіанти (табл. 1.3).

Аналіз перших результатів фіскальних консолідацій, які розпочались в окремих розвинутих країнах після глобальної фінансової кризи, чітко вказує, що некейнсіанські ефекти заходів бюджетної економії не приводять до очікуваних результатів саме тому, що початковий рівень державного боргу чинить занадто вагомий тиск на досягну величину первинного профіциту. При цьому кейнсіанські ефекти фіскального активізму істотно пом'якшили кризові процеси саме там, де рівень державного боргу був помірним з самого початку, а фіскальна політика корис-

<sup>25</sup> Козюк В. В. Оптимальний рівень боргового навантаження: глобальні макрофінансові зрушення та швидкоплинні очікування / В. В. Козюк // Фінанси України. – 2012. – № 1. – С. 91.

Таблиця 1.3

**Поточний рівень боргового тягаря, шок та сигнали**

		Нові запозичення як реакція на шок	
		Здійснюються (антициклічне розширення дефіциту)	Не здійснюються (проциклічне підтримання фіскального балансу)
Поточний рівень боргового тягаря	Низький	Сприймаються як позитивний сигнал, оскільки додаткові видатки стабілізують економіку. За низького рівня державного боргу розширення дефіциту із стабілізаційною метою активізує позитивні кейнсіанські ефекти бюджетних витрат. Це відбувається тому, що економічні агенти не розглядають нові запозичення як виклик суверенній платоспроможності, а сприймають їх як фактор підтримки попиту	Сприймаються як негативний, або нейтральний сигнал, внаслідок чого підвищується рівень невизначеності. Економічні агенти усвідомлюють, що підтримка відносно збалансованого бюджету може погіршувати ситуацію, або ж не будуть довіряти політиці збалансованого бюджету з огляду на шок і подальшу рецесію. Звідси – позитивні некейнсіанські ефекти бюджетних видатків можуть не актуалізуватись і економіка перебуватиме на рівні, нижчому за рівноважний
	Високий	Сприймаються як негативний сигнал, оскільки ринки не впевнені в майбутній платоспроможності. Це спричинює те, що прямі кейнсіанські ефекти бюджетних витрат не зумовляють бажаного результату, а, навпаки, підвищуватимуть стриманість економічних агентів щодо споживання з огляду на очікування рикардіанської фіскальної політики, заохочуватимуть спекуляції проти боргових інструментів. Втрата доступу до рефінансування та погіршення ліквідності ринку боргових інструментів розхитуватиме діловий цикл замість бажаного згладжування	Сприймається як негативний сигнал, оскільки фіскальна політика не користується довірою. Оскільки за значного боргу досягнення збалансованого бюджету вже є складним завданням, в умовах кризи, коли внаслідок дії автоматичних стабілізаторів бюджет виходить зі стану балансу, наміри проводити політику рівності доходів та видатків не користуватимуться довірою. Економічні агенти будуть чекати негативних наслідків фіскальної стриманості, завдяки чому позитивні некейнсіанські ефекти фіскальної консолідації не проявляться

Складено автором.

тувалася довірою<sup>26</sup>. Це вказує на те, що підтримання державного боргу на рівні, який дає змогу в разі потреби різко збільшити обсяги дефіцитного фінансування зі стабілізаційною метою і так, щоб фіскальним заходам довіряли, перетворюється на один із фундаментальних критеріїв

<sup>26</sup> Reassessing the Role and Modalities of Fiscal Policy in Advanced Economies // IMF Policy Paper. – 2013. – Sept. – P. 1–63.

оптимальності боргового навантаження. З другого боку, цей не кількісний підхід знову ж не припускає прямої верифікації рівня державного боргу, який уможливує сприйняття ринками нових запозичень в умовах кризи як позитивного сигналу. Дієвість такого підходу спрацьовуватиме тоді, коли країни-позичальниці достатньо різняться з міркувань нагромадженого боргу та очікуваної платоспроможності. При цьому важливим буде певний імпліцитний номінальний «якір» боргової стабільності, що може кваліфікуватись як базовий бенчмарк. Тобто спроможність відрізнити суверенних позичальників між собою уможливує визначення рівня державного боргу як оптимального з допомогою імпліцитного номінального «якоря» боргової стабільності, з яким асоціюється довгострокова суверенна платоспроможність.

Імпліцитний «якір» боргової стабільності, не кажучи про експліцитний, залишається доволі вразливим до структурних змін. У разі позитивних зрушень у структурі процентних ставок та конфігурації факторів впливу на них раціональне підвищення рівня номінального «якоря» може посилити ризик того, що неявний оптимальний рівень державного боргу зміщуватиметься вгору. Конкурентні зниження рівня боргового тягаря можуть спричинити «дрейф» неявного оптимального рівня вниз, призводячи до потенційних втрат добробуту. Звідси – важливою умовою визначення оптимального рівня боргу як такого, що консистентний зі сприйняттям нових запозичень як позитивних сигналів щодо кейнсіанських ефектів стабілізаційної політики, буде наявність певної диференціації країн за критерієм очікуваної платоспроможності та імпліцитного номінального «якоря», навіть якщо він не буде сталим. Така ситуація стане можливою не стільки з міркувань апріорних теоретичних суджень про об'єктивні фундаментальні передумови суверенної платоспроможності, скільки з простого принципу обмеженості активів з інвестиційними характеристиками, які в разі настання кризових моментів могли б виконати функцію «тихих гаваней». Утім, питання того, наскільки диференціація країн з міркувань очікуваної суверенної платоспроможності кореспондуватиме зі сегментацією країн у сприйнятті економічних агентів, залишається відкритим. Місткість ринку, його структура, глибина та фактори впливу на підтримання ліквідності є не менш важливими передумовами адекватної сегментації.

Урахування фактора очікувань у визначенні оптимальної траєкторії динаміки державного боргу повертає до вже традиційного бачення ха-



рактеру зв'язку між процесом акумулювання боргових зобов'язань і темпами економічного зростання. Відома теза О. Домара про те, що проблема державного боргу виникає тільки у випадку, коли процентні ставки перевищують темпи зростання національного доходу<sup>27</sup>, стала відправним пунктом макроаналізу боргового тягаря. Початкова версія О. Домара передбачала, що борг не є тягарем доти, доки приріст національного доходу покриває приріст відсоткових виплат. Якщо для стимулювання економічного зростання потрібні нові запозичення, то вони не справлятимуть негативного впливу на економіку, оскільки створюють джерело погашення зобов'язань.

Висновок О. Домара започаткував новий раунд теоретичних спекуляцій навколо оптимального рівня державного боргу. По-перше, операціоналізація тези О. Домара передбачає, що диференціал (різниця) між ставками та темпом зростання є ключовим індикатором оцінки стійкості публічних фінансів безвідносно до певного конкретного емпіричного співвідношення між показником боргу та ВВП. По-друге, з допомогою диференціала легко прогнозувати динаміку показника боргу до ВВП, що дає змогу раціональним економічним агентам робити висновки про майбутню суверенну платоспроможність. По-третє, зменшення державного боргу щодо ВВП історично дійсно мало місце саме в періоди, коли темпи економічного зростання суттєво перевищували процентні ставки<sup>28</sup>. Незважаючи на те, що використання диференціала дає достатньо стійкі прогнози щодо розвитку боргової ситуації<sup>29</sup>, питання, наскільки сама по собі величина диференціала співвідноситься із оптимальністю державного боргу, залишається відкритим.

Відповідь на це запитання спрямовує до традиційної макроекономічної проблеми каузальності зв'язків між величиною нагромадженого боргу у співвідношенні до ВВП та показником диференціала. Наявність пря-

---

<sup>27</sup> *Domar E.* The 'Burden of the Debt' and the National Income / E. Domar // *American Economic Review.* – 1944. – 34(4). – P. 798–827.

<sup>28</sup> *Reinhart C.* The Liquidation of Government Debt / C. Reinhart, M. B. Sbrancia // *BIS Working Paper.* – 2011. – № 363. – P. 1–45; *Dealing with High Debt in an Era of Low Growth* / A. Abbas, B. Akitoby, J. Andritzky, H. Berger, T. Komatsuzaki, J. Tyson // *IMF European and Fiscal Affairs Departments Staff Discussion Note.* – 2013. – Sept. – P. 1–41.

<sup>29</sup> *Turner D.* Explaining the Interest-Rate-Growth Differential Underlying Government Debt Dynamics / D. Turner, Fr. Spinelli // *OECD Economics Department Working Paper.* – 2011. – ECO/WKP(2011)88. – P. 1–26.

мого зв'язку між величиною боргу та сумою відсоткових виплат передбачатиме, що завжди існуватиме певний поріг боргового навантаження, за яким подальший приріст зобов'язань чинитиме тиск на диференціал до підвищення, не враховуючи прямого негативного впливу нагромадженого боргу на економічне зростання. Якщо врахувати останнє, то сам по собі диференціал не дає відповіді на питання про оптимальний рівень державного боргу, а лише дає можливість у найпростіший спосіб прогнозувати його динаміку. Відсутність функціонального зв'язку між диференціалом та первинним профіцитом бюджету також звужує можливості адекватно будувати кореспонденцію між борговою політикою та стабілізаційними фіскальними заходами. Номінальний вираз диференціала не є чутливим до структурних змін в оточенні фіскальної політики, внаслідок чого навіть за сприятливого для суверенної платоспроможності його значення оцінка боргового тягаря може виявитись завищеною саме там, де вже має місце значний обсяг нагромаджених боргових зобов'язань.

Попри обмежені можливості застосування принципу О. Домара для визначення оптимальності боргового тягаря, окремі дослідники наголошують, що темп зростання ВВП є кращим індикатором суверенної платоспроможності, ніж певний номінальний «якір» боргової стабільності<sup>30</sup>. Здійснення дефіцитного фінансування в умовах рецесії задля стимулювання економіки є кращою альтернативою, ніж проведення стриманої фіскальної політики, зорієнтованої на підтримання боргової стабільності, інтерпретованої як консистентність із певним емпіричним показником співвідношення боргу до ВВП. Спекуляції щодо боргових паперів південних країн Європейської валютної системи (ЄВС) під час розгортання фіскальної кризи продемонстрували, що саме очікування нездатності досягнути економічного зростання на основі швидкого відновлення глобальної конкурентоспроможності (адже членство в зоні євро не дає змоги миттєво знецінити валюту) спричинило різкі обмеження щодо можливості рефінансувати вже нагромаджені зобов'язання. Причому сама величина боргу до ВВП (за винятком Греції) не відіграла ключової ролі у стрімкому розширенні діапазону спредів. Ринки спекулювали не стільки проти суверенної платоспроможності, скільки проти структурної негнучкості економіки, в якій на тлі обмежень відновлення конкурентоспроможності швидко нагромаджувався державний борг, а приватні борги продовжували розхитувати фінансову стабільність.

<sup>30</sup> Chowdhury A. An Optimal Public-to-GDP Ratio? / A. Chowdhury, I. Islam // G-24 Policy Brief. – 2012. – № 65. – P. 1–4.

Уведення в аналіз спредів, а не ставок, може як посилити аргументи щодо зайвості кількісного показника оптимальності боргового тягаря, так і продемонструвати ризики проведення фіскальної політики без номінального «якоря» боргової стабільності. Так, існують свідчення, що спреди обернено реагують на економічну динаміку, так само як і у випадку з індикаторами фіскальної політики на кшталт бюджетного дефіциту чи державного боргу до ВВП<sup>31</sup>. Це емпіричне свідчення вказує на те, що ринки позитивно оцінюють суверенну платоспроможність саме з огляду на наявність економічного зростання. Це ж суттєво обмежуватиме ефективність фіскальної консолідації, якщо ринки сприйматимуть дії із зниження державного боргу такими, що йтимуть урозріз із позитивним приростом ВВП. Випадок із проблемою відновлення глобальної конкурентоспроможності окремими країнами ЄВС є в цьому сенсі показовим, так само як досвід актуалізації некейнсіанських ефектів фіскальної консолідації в деяких скандинавських країнах у 1980–1990-х роках<sup>32</sup>.

Обернений зв'язок спредів із динамікою ВВП зазвичай вказує на те, що за економічного зростання ймовірність боргової кризи значно нижче, ніж без нього. Проте такий обернений зв'язок можна сприймати і як прояв того, що відносне значення боргу до ВВП буде знижуватись, що не спростовується аналогічним зв'язком спредів із показниками боргової стійкості, як це показують Коттареллі та Джарамілло (див. вище).

<sup>31</sup> *Cottarelli C. Walking Hand in Hand: Fiscal Policy and Growth in Advanced Economies / C. Cottarelli, L. Jaramillo // IMF Working Paper. – 2012. – WP/12/12. – P. 1–38.*

<sup>32</sup> Дискусію про це див.: *Perotti R. The «Austerity Myth»: Gain Without Pain? / R. Perotti // BIS Working Paper. – 2011. – № 362. – P. 1–63; Alesina A. The Output Effect of Fiscal Consolidation / A. Alesina, C. Favero, F. Giavazzi // Paper is Part of the Growth and Sustainability Policies for Europe (GRASP) Project (№ 244725) Funded by the European Commission's 7<sup>th</sup> Framework Program. – 2012. – Aug. – P. 1–53.*

Так, Перотті стверджує, що некейнсіанські ефекти фіскальної консолідації в скандинавських країнах, досвід яких у цьому сенсі розглядається найчастіше, активізувались завдяки зовнішньому попиту, пов'язаному зі знеціненням валюти. Навряд чи некейнсіанські ефекти можливі в країнах-членах зони євро у короткостроковому періоді. Водночас Алесіна, Фаверо та Джаваззі зазначають, що роль монетарної політики в успішних фіскальних консолідаціях явно завищена. Некейнсіанські ефекти активізуються тоді, коли програма консолідації побудована розумно, прагматично, користується довірою і швидко впроваджується.

Тобто позитивна реакція спредів на економічне зростання не може підмінити їхню аналогічну реакцію на рівень нагромадженого державного боргу. Інакше це б означало суттєвий ризик перенесення боргової експансії саме на моменти зростання економіки. Боргова політика створювала би стимули до макрофіскальної проциклічності. Позитивне використання падіння спредів у моменти швидкого зростання, звісно, не може ігноруватися борговою політикою, наприклад, з міркувань оптимізації строкової структури державного боргу і визначення середньозважених процентних ставок по ньому. Використання моменту стиснення спредів, коли економіка зростає, навпаки призводить до посилення ризику суверенної платоспроможності у довгостроковому періоді, в якому темпи зростання більше наближені до стохастичних.

Іншим джерелом ризику адекватного співвіднесення поточного рівня державного боргу із його оптимальним значенням є нелінійність у зумовленості спредів індикаторами боргової стійкості. Узагальнення з цього питання чітко вказують на певні закономірності: поведінка спредів часто зумовлюється динамікою глобальної ліквідності, а отже, не детермінується винятково фіскальними змінними; спреди є проциклічними і відображають ставлення до ризику, яке панує на фінансових ринках; фіскальна політика не має імунітету до помилок ринків стосовно підтримання «ефектів дисципліни», внаслідок чого дефіцитне зміщення окремих країн може тривалий час не спричинювати відповідного підвищення процентних ставок; малі й великі економіки по-різному обмежені спроможністю запозичувати; якість політичних інститутів, інституціональні обмеження фіскальної політики (фіскальні правила) можуть впливати на поведінку спредів, але ефекти глобальної ліквідності та ставлення до ризику частіше є сильнішими; в довгостроковому періоді спреди більше детерміновані фіскальними змінними, але в короткостроковому періоді та в періоди структурних змін вони повною мірою не відображають ризиків суверенної платоспроможності і можуть суттєво відрізнятись від тих, що передбачені структурними моделями оцінювання боргової стійкості; помилки ринків щодо спредів і фіскальної стійкості у розвинутих країнах значно вагоміші, ніж в інших державах світу<sup>33</sup>.

<sup>33</sup> *Tytell I. Does Financial Globalization Induce Better Macroeconomic Policies? / I. Tytell, Shang-Jin Wei // IMF Working Paper. – 2004. – WP/04/84. – P. 3–40; Tytell I. Financial Globalization and the Conduct of Macroeconomic Policies / I. Tytell // Globalization and External Imbalances // World Economic Outlook. Chapter III. –*

Узагальнення поведінки спредів, особливо якщо розглядати його з позиції оберненого зв'язку між ними та економічним зростанням, швидше вказує на дві принципові речі. Оптимальна фіскальна політика є динамічно інконсистентною. Відсутність лінійного зв'язку між спредами та фіскальними змінними призводить до постійного ризику перевищення рівня державного боргу щодо ВВП над тим, який можна вважати імпліцитно оптимальним.

Наприклад, певна країна має рівень державного боргу, наближений до його медіанних значень у довгостроковому періоді. Збільшення запозичень відображає дію автоматичних стабілізаторів у відповідь на реальний шок, а не фіскальний опортунізм. У разі повторення за відносно короткий період декількох реальних шоків, реалізація фіскальної політики зі стабілізаційною метою швидко призведе до зростання державного боргу понад рівень, визначений на основі довгострокового тренду. Ринки не реагують на це, адже сприймають фіскальну політику як таку, що спрямована на розв'язання проблеми рецесії. Але у разі фінансового шоку країна стикається з додатковими потребами в запозиченнях, ринки змінюють ставлення до оцінювання майбутньої платоспроможності і вже інакше реагують на ув'язку між боргом та планом економічного зростання. Боргова криза може виникнути за рівня державного боргу, який раніше не сигналізував про фіскальну нестабільність.

Підґрунтям цього прикладу є низка оптимістичних припущень. Якщо додати більш ймовірну проблему фіскального опортунізму (політико-економічні конфлікти між учасниками бюджетних переговорів, хиткі бюджетні коаліції, політичний бізнес-цикл, обмеження наступних урядів, відкладання збалансування бюджету тощо), а також врахувати, що сучасні фінансові шоки не відбуваються ізольовано, а передбачатимуть виникнення глобальних кредитних обмежень, то стає зрозумілим, що балансування на межі імпліцитно оптимального рівня державного боргу впродовж тривалого періоду може суттєво послаблювати саме сприйняття такого рівня як оптимального. Це повертає до тези, що оптимальна боргова політика матиме місце тоді, коли існують можливості повернення на нижчий рівень боргу до ВВП без суттєвих політико-економічних втрат. У свою чергу, приклад того, як підтримання співвідношення

---

Wash. (D.C.) : IMF, 2005. – P. 122–123; Continued Fiscal Tightening Is in Store for 2012, Particularly among Advanced Economies // IMF Fiscal Monitor. – Wash. (D.C.) : IMF, 2012 (Apr.). – P. 1–6; Reassuring Markets about Fiscal Sustainability in the Euro Area // IMF Fiscal Monitor. – Wash. (D.C.) : IMF, 2011 (Sept.). – P. 1–6.

державного боргу до ВВП у розвинутих країнах із незначним відхиленням вгору від 60 % призводить до погіршення фіскальної дисципліни<sup>34</sup>, демонструє, що навіть експліцитний номінальний «якір» боргової стабільності не може гарантувати уникнення криз ліквідності та платоспроможності там, де переоцінка ринками перспектив економічного зростання в одному періоді породжує надзапозичення і фінансовий колапс в наступному.

Абсолютизація нейтральності державного боргу щодо економічного зростання, припускаючи широкі можливості застосування дефіцитного фінансування кейнсіанського типу<sup>35</sup>, ігнорує проблему залежності між тим, як поводить себе динаміка ВВП за різних рівнів нагромадженого боргу. Зумовленість рикардіанських макроефектів відносним значенням боргових зобов'язань є просто інтуїтивним припущенням стосовно того, що за вищого боргового тягара економічне зростання зазнавало би більших ризиків. Можна навести чимало напрямів, які опосередковують пригнічення економічного зростання за вищих рівнів нагромадженого боргу:

- більші очікувані податки. Очікування рикардіанських змін у поточному податковому тягарі призводитиме до сповільнення приватного споживання та, особливо, інвестицій;
- підвищення процентних ставок та надбавок за ризики. Ринки реагуватимуть на посилення невизначеності стосовно суверенної платоспроможності запитами щодо надбавок за ризики, які негативно позначатимуться на інвестиціях. Зміщення рівноважних процентних ставок угору породжуватиме традиційний «ефект витіснення», сила якого є прямо пропорційною відхиленню вгору державного боргу від імпліцитно оптимального рівня;
- підвищення макрофінансових ризиків у банківському секторі. Погіршення рейтингу суверенних боргових інструментів, що підтримуються на балансах фінансових установ, означатиме відволікання додаткових коштів на підтримання ліквідності та збільшення обсягів регуляторного капіталу. Це обмежуватиме можливості банківської системи генерувати кредити приватному сектору;

<sup>34</sup> Козюк В. В. Глобалізація та проблема провалу фіскальної дисципліни / В. В. Козюк // Фінанси України. – 2013. – № 1. – С. 58–70.

<sup>35</sup> Chowdhury A. An Optimal Public-to-GDP Ratio? / A. Chowdhury, I. Islam // G-24 Policy Brief. – 2012. – № 65. – Р. 1–4.

- «ефект добробуту». У випадку погіршення якості боргових інструментів, багато економічних агентів можуть сприймати це як зниження рівня багатства, що передаватиметься відповідним рішенням у сфері споживання. Негативний «ефект добробуту» гальмуватиме споживчі витрати приватного сектору, охолоджуючи економічне зростання та посилюючи невпевненість щодо траєкторії співвідношення боргу до ВВП;
- очікування спроб інфляційного знецінення боргу. Негативні очікування монетизації державного боргу гальмуватимуть економічне зростання через підвищення процентних ставок та загальне посилення нестабільності внаслідок очікуваного підвищення рівня інфляції. Звичайно, у випадку домінування інструментів зі ставками, що індексуються на рівень інфляції, уряд суттєво обмежений у можливостях знецінення державного боргу. Але тут ймовірні масштабні операції центрального банку, що долучається до процесу зміни структури державного боргу, подаючи ринкам сигнал про активізацію макроекономічних ризиків фіскального домінування;
- збільшення відсоткових виплат витісняє необхідні та суспільно корисні публічні видатки. Посилення залежності між економічним зростанням та якістю суспільних благ пов'язується з підвищенням ролі людського капіталу та інфраструктурного забезпечення економіки в системі глобальної конкуренції. Звідси – необхідність відволікати значні кошти на обслуговування нагромаджених боргів не просто негативно позначається на соціальних стандартах, а, насамперед, стає загрозою створення тих передумов для економічного зростання, які задаються активністю суспільного сектору тощо.

Емпіричний аналіз проблеми оптимальності боргового тягаря з позиції впливу останнього на економічне зростання інспірований низкою нових, взаємопротилежних обставин. З одного боку, приклад Японії демонструє, що економіка невизначено довго може нагромаджувати державний борг у масштабах, не сумісних зі стандартними критеріями фіскальної стійкості. Структурні особливості японського фінансового сектору та моделі управління державним боргом, швидше, вказують на те, що цей досвід є унікальним та навряд чи відтворюваним. Попри це існують дослідження, які застерігають від подальшого зростання державного боргу Японії понад 250 % ВВП, що породжуватиме складні та

непередбачувані наслідки, котрі найбільше відчуватимуться у сфері розподілу фіскального тягаря в розрізі поколінь<sup>36</sup>.

З другого боку, стрімкість акумулювання урядами боргових зобов'язань останнім часом демонструє<sup>37</sup>, наскільки швидко резерви фіскального активізму можуть бути вичерпані наближенням державного боргу до певного порогу, за яким він стає несумісним з економічним зростанням. Програми фіскальних консолідацій у багатьох розвинутих країнах стартували на тлі занадто м'яких ознак подолання рецесії, щоби можна було говорити про оптимальність такої політики в світлі очікуваних кейнсіанських ефектів акселерації антикризових бюджетних видатків. Саме несумісність уже нагромадженого боргу з очікуваннями щодо спроможності його обслуговування в майбутньому при збереженні поточної траєкторії його збільшення та обмежених можливостей стимулювати ВВП спонукає до перегляду макроорієнтирів фіскальної політики. Необхідність здійснення стриманішої боргової політики та заходів зі зниження боргу на тлі рецесії чітко вказує на те, що рівень боргу, з якого розпочався старт антикризового нагромадження урядових зобов'язань, перевищував оптимальний.

Наявність боргового порогу, з яким асоціюється припинення економічного зростання і який можна верифікувати, посилив дискусії про роль запозичень у макрофіскальній політиці та визначення оптимального рівня боргового навантаження в дусі кількісної концепції.

К. Рейнхарт та К. Рогофф одними з перших привернули увагу до проблеми припинення економічного зростання за точкою, в якій державний борг перетинає позначку у 90 % ВВП<sup>38</sup>. Фахівці Банку міжнародних розрахунків виявили поріг на рівні 86 % для розвинутих країн за період із 1980–2010 рр.<sup>39</sup> Розширення вибірки за рахунок додавання окре-

<sup>36</sup> *Tokuoka T.* Intergenerational Implications of Fiscal Consolidation in Japan / T. Tokuoka // IMF Working Paper. – 2012. – WP/12/197. – P. 1–25.

<sup>37</sup> Наприклад, окремі дослідники вказують на те, що швидкість акумулювання державного боргу за період, що настає за глобальною фінансовою кризою, в середньому в 3 рази перевищує медіанні значення приросту урядових зобов'язань упродовж останніх рецесій. Див.: *Kinda T.* Economic Recovery from Recession: The Role of Fiscal Policy and Structural Reforms / T. Kinda, M. Poplawski-Ribeiro, J. Woo // IMF Working Paper. – 2013. – WP/13/226. – P. 1–56.

<sup>38</sup> *Reinhart C.* Growth in a Time of Debt / C. Reinhart, K. Rogoff // American Economic Review. – 2010. – Vol. 100(2). – P. 573–578.

<sup>39</sup> *Cecchetti S.* The Real Effects of Debt / S. Cecchetti, M. Mohantray, F. Zampolli // Symposium for Achieving Maximum Long-Run Growth Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 25-27 August 2011. – P. 1–33.



мих країн з ринками, що формуються, та аналіз довшого періоду (1960–2010 рр.) указують на подібні результати<sup>40</sup>. Посилення інтересу до цієї проблеми є прямим наслідком того, що практично більшість розвинутих країн наблизилися до ситуації середньострокового консервування величини боргового навантаження в незначному діапазоні відхилень від позначки 100 % ВВП, яка відображає перетин порогу рівня боргового тягара, сумісного із економічним зростанням<sup>41</sup>.

Рівень державного боргу, що загрожує економічному зростанню, досить легко розглядати як такий, що може співвідноситися з певним оптимальним значенням. Якщо абстрагуватися від теоретично аргументованої проблеми необхідності мати поле для маневру в разі настання шоку, то оптимальність стає релевантною позначці, за межами якої рівень державного боргу руйнує зростання економіки. Проте таке визначення є занадто розпливчастим і таким, що, швидше, відтворює ризики фіскальної нестабільності в разі тривалого перебування боргового навантаження в діапазоні, наближеному до цієї позначки. Аналогічно це вказуватиме на те, що фіскальна політика не є гнучкою щодо досягнення достатнього первинного профіциту задля зниження державного боргу. Іншими словами, орієнтація на показник, з яким асоціюється несумісність державного боргу з економічним зростанням, скоріше відображатиме, що державний борг уже подолає поріг оптимальності. Це є ще більш небезпечним випадком порівняно з тривалим підтриманням державного боргу щодо ВВП у межах конвенціонального номінального «якоря» боргової стабільності (60 %).

Інша важлива проблема випливає з того, що будь-які визначення рівня державного боргу, із досягненням якого виникають ризики припинення економічного зростання, спираються на статистичні середні, чутливі до обраних емпіричних методів. Із цим поєднується ризик, що орієнтація на боргове навантаження, котре є дещо нижчим, ніж те, за яким припиняється зростання, завжди ставатиме вразливим до того, наскільки статистичні оцінки набуватимуть ознак теоретичного імпринту, що формує стереотипи економічної політики, а також до зміни структурних

<sup>40</sup> Padoan P. Avoiding Debt Traps: Financial Backstops and Structural Reforms / P. Padoan, U. Sial, P. van den Noord // OECD Economics Department Working Paper. – 2012. – № 976. – Р. 1–46.

<sup>41</sup> The Good, the Bad, and the Ugly: 100 Years of Dealing with Public Debt Overhangs. Ch. 3 // IMF World Economic Outlook. – Wash. (D.C.) : IMF, 2012. – Oct. – Р. 1–33.

умов, із якими пов'язуються відмінності в ступенях прийнятності для суверенної платоспроможності одного і того самого співвідношення державного боргу до ВВП. З другого боку, доки статистичні визначення рівня боргу, несумісного з економічним зростанням, не стануть конвенціональними, ймовірність консервації певного емпіричного значення як орієнтира практичної боргової політики є низькою. Це особливо чітко бачимо на прикладі дискусій з приводу нелінійних ефектів фіскальної політики.

Деякі дослідники стверджують, що інтерпретація зв'язків між темпами економічного зростання та рівнем нагромадженого державного боргу в лінійний спосіб (чим вищий борг, тим нижчі темпи зростання) є перебільшенням, зміщеним до конкретної статистичної розвідки. Так, табл. 1.4 свідчить про те, що лінійний обернений зв'язок між рівнем нагромадженого боргу та темпами зростання не простежується в чистому вигляді, а інколи його взагалі немає.

Як бачимо з табл. 1.5, чіткої лінійної оберненої залежності між нагромадженим боргом і темпами зростання економіки не простежується.

Таблиця 1.4

### Зростання ВВП, державний борг 1946–2009 рр., % ВВП

Автор дослідження	Показник	Державний борг, % ВВП			
		< 30	30–60	60–90	> 90
Рейнхарт, Рогофф (2010 р.)	Середньорічне зростання ВВП	3,9	2,9	3,5	-0,1
Херндон та ін. (2013 р.)	Середньорічне зростання ВВП	4,0	3,0	3,0	1,9
Егерт (2012)	Середньорічне зростання ВВП	3,4	2,4	1,9	1,9
Егерт (2013)	Середньорічне зростання ВВП	4,3	3,2	3,2	2,2
	Середнє зростання ВВП за 10 років	4,1	2,6	3,1	3,4
		Лагове значення державного боргу, % ВВП			
		< 30	30–60	60–90	> 90
	Середньорічне зростання ВВП	4,1	3,1	3,1	2,9
	Середнє зростання ВВП за 10 років	3,6	2,6	2,8	2,7

Джерело: Egert B. The 90 % Public Debt Threshold: The Rise and Fall of a Stylised Fact // OECD Economic Department Working Paper. – 2013. – № 1055. – Р. 7.

Таблиця 1.5

**Зростання ВВП, державний борг, довгостроковий період, % ВВП**

Період, роки	Державний борг, % ВВП			
	< 30 %	від 30 до 60 %	від 60 до 90 %	> 90 %
1790–2010	4,0	3,1	2,5	2,2
1790–1939	3,7	2,9	1,9	2,3
	Лагове значення державного боргу, % ВВП			
	< 30 %	від 30 до 60 %	від 60 до 90 %	> 90 %
1790–2010	3,7	3,0	2,6	2,7
1790–1939	3,2	2,7	2,1	2,6

Джерело: *Egert B. The 90 % Public Debt Threshold: The Rise and Fall of a Stylised Fact // OECD Economic Department Working Paper. – 2013. – № 1055. – Р. 7.*

Результати статистичного групування, наведені в табл. 1.4 і 1.5, дають змогу зробити дещо інші висновки, ніж це передбачено думкою про поріг боргового навантаження, несумісного з економічним зростанням. По-перше, загалом можна побачити певний негативний вплив рівня нагромадженого боргу на темпи зростання ВВП. По-друге, поріг, за межами якого зростання економіки справді сповільнюється, асоціюється не з позначкою 80–100 %, а – 30 %. По-третє, за рівня державного боргу, що перевищує 30 % ВВП, негативні наслідки для боргової активності уряду стають виразними, але все-таки нелінійними. Такі висновки означають, що поріг негативного впливу акумулювання боргових зобов'язань перебуває не в діапазоні маргінальних значень, а на рівні незначних 30 % ВВП<sup>42</sup>. Тобто саме тоді, коли державний борг починає перевищувати 30 % ВВП, економічне зростання справді сповільнюється, хоча те, як саме і у який спосіб це співвідноситься з рівнем нагромадженого боргу, що перевищує 30 %, точно сказати важко попри передбачуваність факту такого сповільнення у найзагальнішій формі. Більше того, різні країни можуть мати доволі відмінні параметри зв'язків між сповільненням економічного зростання та рівнем нагромадженого боргу за межами позначки у 30 % ВВП.

Таким чином, пошуки порогових значень допустимого державного боргу в діапазонах маргінальних значень інспіруються тим, що імплі-

<sup>42</sup> *Egert B. The 90 % Public Debt Threshold: The Rise and Fall of a Stylised Fact // B. Egert // OECD Economic Department Working Paper. – 2013. - № 1055. – Р. 1–28.*

цитно береться до уваги, що такі значення суттєво відхиляються вгору від певних середніх значень, які статистично верифікуються. Аналіз довгострокових даних щодо динаміки державного боргу розвинутих країн свідчить, що конвенціональні значення номінального «якоря» боргової стабільності на рівні 60 % ВВП справді еквівалентні медіанному значенню. При цьому встановлення меж для побудови функції розподілу, як і поділ на періоди, може давати відмінні результати. Наприклад, упродовж 1860–2010 рр. медіанне значення державного боргу є наближеним до 60 % ВВП, а за період 1950–2010 рр. – 40 %<sup>43</sup>. К. Рогофф та К. Рейнхарт вказують, що у повоєнний період медіанне значення є ще нижчим – 36 % ВВП<sup>44</sup>.

Переведення медіанних значень боргового навантаження у теоретично оптимальні, які можна інтерпретувати як номінальний «якір» боргової стабільності, породжує новий раунд дискусій. Повернення рівня державного боргу в довгостроковому періоді до приблизно одного і того самого значення дає змогу вважати таку фіскальну політику оптимальною у міжчасовому контексті. Немає сенсу суттєво знижувати державний борг, оскільки це призводитиме до істотних втрат добробуту теперішнього покоління платників податків. Але при цьому, якщо після періодів зростання державного боргу уряди намагаються його знизити, керуючись міркуваннями фіскальної стійкості, що неявно вказують на усвідомлення лімітів неконтрольованого нагромадження боргових зобов'язань, то це не призводить до перекладання боргового тягаря на майбутні покоління.

Відсутність суттєвого зниження боргу, так само як і реверс процесу його нагромадження, засвідчують наявність механізмів оптимізації боргового тягаря, наближеного за змістом до того, як описує теорія оптимального оподаткування. Якщо такі дії зумовлюють утворення числового ряду значень, то медіанний показник останнього буде тим рівнем, котрий вказуватиме на кількісний вимір оптимальної боргової політики. Відсутність теоретичних підходів, що оперують конкретним показником оптимального боргу до ВВП, і певний формальний збіг висновків теорії оптимального оподаткування із емпіричним виявленням медіанних зна-

<sup>43</sup> Козюк В. В. Проблема оптимальної величини державної заборгованості у довгостроковій перспективі / В. В. Козюк // Світ фінансів. – 2012. – № 2. – С. 17–27.

<sup>44</sup> Reinhart C. A Decade of Debt / C. Reinhart, K. Rogoff. – Wash. (D.C.): Peterson Institute for International Economics. – 2010. – P. 1–34.

чень демонструють, що визначення номінального «якоря» боргової стабільності на рівні 60 % ВВП, скоріше, є конвенціональним актом аксіоматичного характеру, а не доведеною гіпотезою. Швидка стереотипізація цього показника вказує на схильність економічних агентів мати орієнтир формування раціональних очікувань, який допоможе мінімізувати інформаційні витрати.

Критичні застереження щодо перетворення медіанних значень боргового навантаження на критерій фіскальної політики та її оцінки економічними агентами ґрунтуються на самому факті статистичних оцінок як способу доведення. Проте найвагомішим є те, що одержані медіанні значення, як би вони не хибували відносністю та зміщеністю до методів їх одержання, не задовольняють критерій відповідності умовам та структурним особливостям окремих країн і підпадають під «критику Лукаса».

Потреби в оптимальній стабілізаційній політиці також важливі. Медіанні значення не враховують потреби у дефіцитному фінансуванні за тої чи іншої глибини шоку та його природи. Так само вони не вказують на ризики перманентного перебування державного боргу на рівні таких значень. Останнє особливо важливо, беручи до уваги структурні зміни на фінансових ринках, що можуть зумовлювати зменшення тягаря відсоткових виплат у масштабах, які заохочують більш ризикову політику заміщення податкового тягаря на борговий.

Невідповідність умовам різних країн може доводитись за допомогою як методології підходу оптимальності, так і більш прагматичного аналізу конкретних особливостей формування якісних характеристик боргової політики, асоційованих з інтерпретацією ринками фіскальної стійкості тих чи інших держав. В обох випадках йдеться про те, що різні країни стикаються з відмінними ринковими обмеженнями боргової експансії, що повинні враховуватися при визначенні оптимального боргового навантаження. Наприклад, емітенти резервної валюти можуть дозволити вищий показник оптимального рівня державного боргу. Підтримання якості їхніх зобов'язань буде своєрідним сервісом для тих країн, котрі розміщують свої валютні резерви у них. Це стосується країн, які в структурі сегментованих фінансових ринків асоціюються з «безпечними гаванями».

Інший приклад охоплює країни із низькими та середніми доходами. Рівень оптимального боргу для них не може бути еквівалентний розвинутих країнам з міркувань відмінностей у структурі їхніх боргових

зобов'язань. Дюрація, частка боргу в іноземній валюті, вищі спреди свідчать про те, що статистично визначені орієнтири боргової стабільності не можуть бути методологічним виправданням визначення оптимальної величини боргу.

Саме досвід країн із низькими та середніми доходами демонструє, що вони є чутливішими до змін у ринкових умовах запозичень, завдяки чому не можуть орієнтуватися на показник боргу до ВВП, визначений як допустимий для розвинутих країн. З другого боку, якщо чутливість до ринкових умов потребує перегляду адекватності статистичних підходів до визначення оптимального рівня державного боргу, то це можна екстраполювати і на розвинуті країни в світлі «критики Лукаса». Кількісний орієнтир типу 60 % боргу до ВВП упродовж тривалого часу виявився ефективним бенчмарком не тільки тому, що відображав довгострокові медіанні значення, але й тому, що в нього повірили учасники ринку, оскільки вважали прийнятним. Для країн із низькими та середніми доходами бенчмарки на рівні 30–40 % ВВП встановлювались за схемою «нижче за 60 % + статистичне виявлення порогових значень підвищення ймовірності дефолту». Така статистична процедура здебільшого спиралася не стільки на самі факти оголошення дефолту, скільки на те, як ринки оцінювали підвищення ймовірності його оголошення, маніфестуючи це у поведінці рейтингів та спредів. Окрім того, що цей підхід вразливий до спотворень, які привносяться в оцінювання платоспроможності коливаннями глобальної ліквідності, він хвибує значною проциклічністю. Врахування зміни структурних умов, що визначають профіль ринкових обмежень боргової експансії, виключає спрощену оцінку платоспроможності на основі аналізу відхилення поточного рівня боргу до ВВП від історичного медіанного значення. При цьому чим більшого теоретичного та емпіричного доведення набуватимуть нові ризики підтримання фіскальної стійкості, тим швидше вони перетворюватимуться на складову формування раціональних очікувань. Бенчмарк боргової стабільності буде таким доти, доки в нього будуть вірити і доти, доки різні країни демонструватимуть відмінності у величині нагромадженого боргу. З огляду на зміни структурного оточення фіскальної політики будь-які статистичні підходи до визначення оптимального боргового навантаження на основі історичних даних підпадатимуть під «критику Лукаса»<sup>45</sup>.

<sup>45</sup> Повернення рівня державного боргу до рівня бенчмарку, визначеного на основі медіанних значень історичного числового ряду, а не нижчого, призводить до того, що майбутні медіанні значення зміщуватимуться вгору. Це підви-

Певною мірою недоліки статистичних підходів до визначення оптимальних рівнів державного боргу долаються у підході фіскального простору, який за змістом також наближений до кількісної концепції. У найзагальнішій інтерпретації фіскальний простір (від англ. – *fiscal space*) – це такі можливості збільшення державного боргу, внаслідок яких країна не втрачатиме доступу до ринків і не генеруватиме негативних очікувань щодо майбутнього економічного зростання, які би зумовлювали погіршення ліквідності боргових інструментів, обмеження рефінансування, підсумком чого було би збільшення ризиків боргової стабільності. Одним із чіткіших визначень фіскального простору є різниця між поточним рівнем державного боргу та борговим лімітом, котра встановлюється на основі історичних підтверджень процесу фіскального пристосування (від англ. – *fiscal adjustment*)<sup>46</sup>. Під фіскальним пристосуванням при цьому розуміють такі зміни в обсягах податків та видатків, які дають змогу стабілізувати державний борг на стійкій траєкторії. Базовим показником для оцінювання фіскального простору є співвідношення боргу до ВВП, хоча варіант співвідношення боргу до доходів бюджету також має місце. В цьому разі наголошується, що чим менший цей показник, тим ширший фіскальний простір, а аргументи на користь дохідної частини бюджету як деномінатора спираються на те, що джерелом виплат є не безпосередньо ВВП, а надходження до бюджету<sup>47</sup>.

За своєю логікою концепція фіскального простору передбачає ряд моментів, які не враховують розглянутих вище підходів до оптимальності рівня боргового навантаження. Її перевагою є структурна цілісність різних бачень оптимального рівня державного боргу:

- фіскальна політика є важливим контрциклічним інструментом, а тому збільшення дефіцитів зі стабілізаційною метою, радше, є проявом оптимальної поведінки. Контрциклічні фіскальні дисбаланси можуть генеруватися автоматичними стабілізаторами і дискреційними акціями. Звідси – нагромадження державного боргу в періоди шоків і подальші рецесії є закономірними та такими, що не повинні викликати занепокоєння ринків;

щуватиме ризики фіскальної стійкості, оскільки перегляд бенчмарку в бік зростання може не враховувати структурних змін у майбутньому.

<sup>46</sup> *Ostry J. Fiscal Space / J. Ostry, A. Ghosh, J. Kim, M. Qureshi // IMF Staff Position Note. – 2010. – SPN/10/11. – P. 6.*

<sup>47</sup> *Aizenman J. De Facto Fiscal Space and Fiscal Stimulus: Definition and Assessment / J. Aizenman, Y. Jinjarik // NBER Working Paper. – 2010. – № 16539. – P. 1–28.*

- не існує рівня державного боргу, оптимального для всіх країн одразу. Сприйняття платоспроможності тієї чи іншої країни можуть суттєво викривлявати її структурні особливості. Одні країни можуть дозволити собі більші борги через структурні особливості, внаслідок чого необхідність їх зниження за рахунок погіршення суспільного добробуту не є резонним тільки тому, що інші країни не в змозі досягти такого ж. Як правило, країни з розвинутими фінансовими системами, що, окрім інструментів державного боргу, генерують якісні активи, можуть мати вищий рівень суверенних зобов'язань тощо;
- не існує усталеного номінального боргового «якоря» на весь час. Зміна ринкових умов та оцінювання ринками перспектив економічного зростання можуть відігравати важливішу роль, аніж механічне дотримання фіскального правила. Підтримання боргової стабільності повинно ґрунтуватися на фактичних діях, що ув'язують між собою сумарний обсяг державного боргу та первинний баланс бюджету. При цьому необхідність саме такої ув'язки, як зрештою, це передбачають дефініції фіскальної консолідації<sup>48</sup>, повинна засвідчити, що підтримання співвідношення боргу до, як правило, ВВП, на рівні, консистентному з фіскальною стійкістю, забезпечується з допомогою фіскальних інструментів (податки, видатки), а не інших важелів (типу фінансової репресії, інфляційного знецінення номінального виразу боргу, продажу активів тощо). Акцент тут робиться на тому, що між первинним балансом бюджету та поведінкою державного боргу повинен простежуватися прямий зв'язок. Тобто при збільшенні боргового навантаження величина первинного профіциту також повинна зрости. При розриві зв'язку між цими величинами з'являється ознака гри Понзі, яка несумісна із підтриманням боргової стабільності<sup>49</sup>. Водночас між поведінкою первинного балансу і боргом може існувати складніший нелінійний зв'язок, що визначається величиною останнього. При невисокому рівні боргу навіть його швидке нагромадження може не супроводжуватись різким стрибком первинного профіциту. При значній борговій залежності спроможність генерувати

<sup>48</sup> Price R. The Political Economy of Fiscal Consolidation / R. Price // OECD Economics Department Working Papers. – 2010. – № 776. – P. 1–43.

<sup>49</sup> Bohn H. The Behavior of US Public Debt and Deficits / H. Bohn // Quarterly Journal of Economics. – 1998. – Vol. 113. – № 3. – P. 949–963.



первинний профіцит різко падає (уряд стає дедалі більш обмеженим у своїй здатності зменшувати бюджетні видатки, не пов'язані з відсотковими виплатами). Нелінійна реакція граничного збільшення первинного профіциту на приріст боргу означає, що ліміти спроможності збільшувати суверенні зобов'язання можуть перебувати на значно нижчій позиції, порівняно з тією, яка може передбачатись точками негативного впливу боргу на економічне зростання<sup>50</sup>;

- обмеженість уряду підтримувати рівень первинного профіциту є політико-економічною чи інституціональною. Тому зі зростанням боргового тягаря суверенна платоспроможність може похитнутись через те, що ринки негативно оцінюють здатність досягати бюджетного компромісу. Фіскальний простір означатиме спроможність уряду до такого збільшення державного боргу, коли повернення на його попередній рівень було би досяжним з міркувань політико-інституціональних обмежень;
- уряди повинні мати резерв для запозичень при здійсненні надзвичайних видатків. Відносно стійка платоспроможність за нормальних часів може швидко перетворитись на антипод у разі настання надзвичайних подій. Фіскальна стійкість буде підтверджуватись здатністю залучати кошти через боргові інструменти в надзвичайних умовах без суттєвого погіршення ринкових умов запозичень<sup>51</sup>.

Запровадження поняття фіскального простору надало дискусіям про оптимальність державного боргу дещо іншого напрямку. Якщо не існує перманентного оптимального рівня державного боргу, який би втілював принципи підтримання суверенної платоспроможності, фіскальної стійкості, міжчасового бюджетного балансу та згладжування податків тощо, а можливості здійснення нових запозичень розглядаються як ключові детермінанти ефективної фіскальної політики, то саме питання боргового ліміту стає першорядним. У рамках дискусій про фіскальний простір визначення боргового ліміту демонструє відмінності в підходах.

Таким лімітом можна визнати точку, в якій з економічних та політичних міркувань податки та видатки не можуть більше коригуватись для

<sup>50</sup> *Mendoza E.* International Evidence on Fiscal Solvency: Is Fiscal Policy “Responsible»? / *E. Mendoza, J. Ostry* // *Journal of Monetary Economics*. – 2008. – Vol. 55, № 6. – P. 1081–1093.

<sup>51</sup> *Fiscal Space* / *J. Ostry, A. Ghosh, J. Kim, M. Qureshi* // *IMF Staff Position Note*. – 2010. – SPN/10/11. – P. 1–24.

стабілізації рівня державного боргу<sup>52</sup>. Одним зі слабких місць такого підходу є нехтування ринковими обмеженнями та зведення проблеми фіскального пристосування до ключових факторів боргового ліміту, тоді як у більшості випадків борговий ліміт визначається доступністю до нових запозичень. Роль ринкових обмежень є вагомішим фактором, що визначає борговий ліміт, аніж виключно податки та видатки самі по собі. Якщо фіскальний простір за змістом використовується для потреб фіскального маневру в значних обсягах, то проведення останнього без доступу до ринку є неможливим.

Ця прогалина заповнюється пропозицією вважати борговим лімітом точку, в якій суверенні позичальники втрачають доступ до ринкових запозичень, а фактори, що впливають на величину боргового ліміту, можуть зводитись до двох традиційних і доступних індикаторів: первинний баланс і диференціал процентних ставок та темпів економічного зростання. Умовно стабільна величина державного боргу до ВВП матиме місце в зоні, за межами якої граничні прирости первинного балансу поступатимуться граничним приростам боргу до ВВП. Із посиленням розриву між останніми двома показниками ринки починають реагувати підвищенням надбавок за ризик, завдяки чому наближення до боргового ліміту різко прискорюється. Звідси – фіскальний простір. Це відстань від поточного рівня боргу до боргового ліміту<sup>53</sup>, кількісний вираз якого наведено у табл. 1.6.

Дані табл. 1.6 відтворюють ситуацію, відповідно до якої теоретичний зміст концепції фіскального простору є більш виграшним порівняно із модельними обрахунками стійких значень показника боргу до ВВП чи боргових лімітів. Так, по багатьом країнам, особливо тим, які потрапили у боргову кризу 2009–2011 рр., модель справді передбачає вичерпання фіскального простору. При цьому медіанне значення показника боргу до ВВП, що може вважатись умовно стійким, перебуває на рівні 50,2 %. Це нижче за статистичне медіанне значення цього індикатора за довгостроковий період – 60 %. Незважаючи на доволі значні відмінності в розрізі країн щодо умовно стійкого рівня боргу до ВВП, модельні медіанні значення вказують на цілковиту допустимість перегляду кількісного значення номінального «якоря» боргової стабільності.

<sup>52</sup> *Bi H. Sovereign Default Risk Premia, Fiscal Limits and Fiscal Policy / H. Bi // European Economic Review. – 2012. – Vol. 56(3). – P. 389–410.*

<sup>53</sup> *Fiscal Space / J. Ostry, A. Ghosh, J. Kim, M. Qureshi // IMF Staff Position Note. – 2010. – SPN/10/11. – P. 1–24.*

Таблиця 1.6

**Модельна оцінка фіскального простору на основі очікуваних  
ринкових ставок, % ВВП**

Країна	Борг (прогноз на 2015 р.)	Умовно стабільне значення		Борговий ліміт	
		Історичне	Передбачуване	Історичне	Передбачуване
Австралія	20,9	0	0	203,9	193,2
Австрія	77,3	63,9	54,3	179,7	187,3
Бельгія	99,9	60,3	76,3	182,0	168,4
Канада	71,2	110,8	82,6	152,3	181,1
Данія	49,8	0	0	175,7	208,7
Фінляндія	76,1	0	0	200,4	184,5
Франція	94,8	94,8	89,8	170,9	176,1
Німеччина	81,5	94,5	71,0	154,1	175,8
Греція	158,6	80,5	–	196,5	–
Ісландія	86,6	0	–	213,5	–
Ірландія	94,0	0	90,7	245,7	149,7
Ізраїль	69,9	79,7	82,1	184,8	182,4
Італія	124,7	–	–	–	–
Японія	250,0	–	–	–	–
Корея	26,2	0	0	217,2	229,2
Нідерланди	77,4	50,2	50,7	190,5	190,1
Нова Зеландія	36,1	0	0	201,0	186,4
Норвегія	53,6	0	0	263,2	249,2
Португалія	98,4	77,1	–	191,6	–
Іспанія	94,4	0	94,8	218,3	153,9
Швеція	37,6	0	0	203,5	204,9
Великобританія	90,6	79,6	94,9	182,0	166,5
США	109,7	78,7	101,2	183,3	160,5
Медіанне	81,5	50,2	62,6	191,6	183,4
Середнє	86,1	41,4	49,3	195,7	186,0

Джерело: Fiscal Space / J. Ostry, A. Ghosh, J. Kim, M. Qureshi // IMF Staff Position Note. – 2010. – SPN/10/11. – Р. 14.

Однак слід зважити на окремі обставини. По-перше, боргові ліміти, обраховані на основі формальної моделі фіскального простору, явно суперечать емпіричному виявленню точок, за якими спостерігається депресивний вплив боргу на економічне зростання. По-друге, 150–200 % рівні боргових лімітів не враховують проблеми того, наскільки більшість країн одночасно перебуватиме на ідентичних точках власного фіскального простору. Тільки наявність сильної спільної тенденції щодо

приросту боргу допускає, що обраховані боргові ліміти справді межують із реалістичними. За умов асиметричного наближення до боргових лімітів арбітражні спекулятивні операції значно швидше обмежать доступ до ринку тих країн, що мають відносно вищі обсяги боргу до ВВП, ніж це передбачають боргові ліміти у табл. 1.6. По-третє, спекуляції генеруються не стільки уявленнями про платоспроможність, скільки міркуваннями про здатність країни проводити структурні реформи, внаслідок чого концепція фіскального простору дуже чутлива до того, яка модель закладається в раціональні очікування спекулянта на борговому ринку. По-четверте, неявні зобов'язання, не враховані в моделі фіскального простору, можуть суттєво впливати на його місткість. Помилки з коректною оцінкою неявних зобов'язань можуть занижувати процентні ставки в один момент і підвищувати в інший. По-п'яте, посилення конкуренції на боргових ринках не розглядається як важлива структурна складова тиску на боргові ліміти у бік зниження.

Зважаючи на посилення інтересу до концепції фіскального простору як до більш прагматичної та операціонабельної, порівняно з теоретично вразливими пошуками оптимального рівня боргового навантаження, слід констатувати наявність певних ризиків. Теоретизація, навіть в найабстрактнішій формі, кінцевого показника, до якого зростання боргу, знову ж таки теоретично, допускається, може посилати викривлені сигнали органам реалізації фіскальної політики. Методологічно теоретичні підходи щодо оптимальності державного боргу зосереджуються на обґрунтуванні показника, до якого такий рівень повинен повертатись чи на якому повинен перебувати. Це посилає здоровий сигнал фіскальній політиці. Вона не заохочується до тестування теоретично передбаченого показника боргового ліміту, навіть якщо стикається з потребою у значних запозиченнях.

Наявність суттєвих прогалів в будь-якій теоретичній версії боргової оптимальності спонукає до перегляду методологічного підходу до її розуміння.

По-перше, оптимальність рівня державного боргу не повинна сприйматись як кількісна величина чи абстрактна ідея. Вона повинна втілювати практичний принцип економічної (а не тільки фіскальної) політики, згідно з яким у разі попереднього зростання державного боргу уряд буде готовий реалізовувати спрямовані на підтримання економічного зростання в майбутньому реформи, які б розвіювали сумніви в суверенній платоспроможності.

По-друге, за підвищенням рівня боргу обов'язково повинно наставати його зниження, яке забезпечуватиме і посилення ефективності автоматичних стабілізаторів, і загальну стабілізаційну ефективність дискреційних акцій, і гарантуватиме контрциклічність фіскальної політики.

По-третє, застосування статистично визначених медіанних значень боргового навантаження як критеріїв фіскальної політики повинно бути підпорядковано принципу забезпечення рівня державного боргу нижче за такий бенчмарк. Тобто номінальний «якір» боргової стабільності як експліцитний критерій фіскальної політики повинен доповнюватись директивами щодо підтримання боргу на нижчому рівні. Фактичне розширення фіскального простору відбуватиметься за рахунок зниження боргу за межі медіанного значення, а не за рахунок спекуляції щодо відстані між поточним рівнем боргового навантаження та борговим лімітом.

По-четверте, структурні зміни в глобальній економіці передбачають, що конкуренція на боргових ринках, швидше, посилюватиметься, а тиск на публічні фінанси набуватиме ще виразніших форм. Завдяки цьому медіанні значення боргового навантаження, прийняті чи як експліцитні, чи як імпліцитні критерії боргової стабільності на основі ретроспективних даних («критика Лукаса»), не повинні розглядатись як усталені величини. Оптимальна боргова політика повинна завжди передбачати, що мінімізація ризиків платоспроможності в умовах посилення глобальної конкуренції досягатиметься тоді, коли бенчмарки коригуються вниз. Їхня корекція вгору, як це може допускати так звана нова теорія публічних фінансів (аргументація на користь підвищення оптимального рівня державного боргу при виявленні протилежних трендів між ним і відсотковими платежами), підвищує вразливість фіскальної політики до різких змін ринкової ситуації і, в підсумку, звужує фіскальний простір, а не розширює його.

По-п'яте, обмеження теоретичних дискусій навколо оптимальності державного боргу виключно макрофіскальним проблемним спектром не є прийнятним. Більшість випадків «неоптимальної політики» пов'язується із політико-економічною фрустрацією базових принципів фіскальної відповідальності та інституціональними спотвореннями.

Дефіцитне зміщення завжди супроводжується слабкими інститутами, його тривалість і масштаби мультиплікують, наявні економічні і політичні втрати від фіскальних консолідацій, проте рано чи пізно останні стануть необхідними.

#### 1.4. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ФОРМУВАННЯ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ ТА ЙОГО ВПЛИВ НА СТІЙКІСТЬ ДЕРЖАВНИХ ФІНАНСІВ

У сучасних умовах формування та функціонування фінансової системи будь-якої держави, і України зокрема, її невід'ємною складовою є державний борг, який суттєво впливає на ефективність фінансової системи. Вплив державного боргу може мати як позитивний ефект, коли залучення ресурсів на кредитній основі використовується для збалансування державних фінансів, або негативний – у разі, коли утворений унаслідок цього державний борг створює значне навантаження на фінансову систему.

Дослідження основ формування державного боргу та їхнього впливу на стійкість державних фінансів передбачає розкриття сутності та економічного змісту власне категорії державного боргу як складової фінансової системи. Таким чином, для ґрунтовного розуміння проблематики питання слід розглянути праці відомих вчених. Так, наприклад А. Сміт був одним з перших вчених, що теоретизували засади ролі за позичень уряду в економіці, і в своїй праці «Дослідження про природу і причини багатства народів», обґрунтовуючи механізм «невидимої руки», він наголошував, що зростання державного боргу є недоцільним і може спричинити банкрутство держави.<sup>54</sup> В свою чергу, Д. Рікардо поглибив дослідження, внаслідок чого було створено «теорему еквівалентності», суть якої в тому, що фінансування дефіциту бюджету – як за рахунок позик, так і за рахунок збільшення податків – однаково впливає на поведінку економічних агентів; при цьому рівень споживання і рівень державних видатків залишаються однаковими (рис. 1.3)<sup>55</sup>. Проте Д. Рікардо віддавав перевагу податковому фінансуванню бюджетних видатків, а не борговому, обґрунтовуючи це тим, що державний борг призводить до відпливу капіталу, а дефіцитне фінансування скорочує приватні заощадження.

Теоретичний і практичний досвід свідчать, що збільшення податків негативно впливає на економічну активність суб'єктів господарювання, в той час як за допомогою запозичень можна збалансувати державні фінанси без негативних наслідків для економіки.

<sup>54</sup> Рожко О. Д. Державний борг у забезпеченні економічного зростання / О. Д. Рожко // Фінанси України. – 2003. – № 1. – С. 82–87.

<sup>55</sup> Калитчук В. М. Вплив державного боргу на економічне становище в Україні / В. М. Калитчук. – К., 2005–2006.

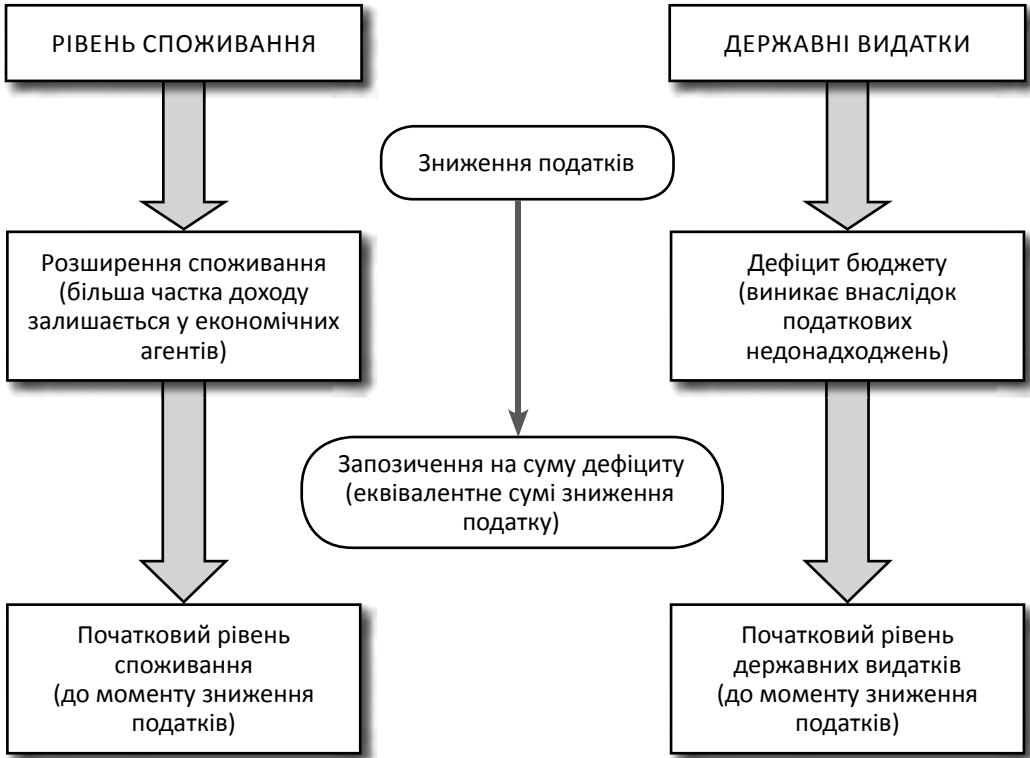


Рис. 1.3. Теорема еквівалентності Д. Рікардо

Джерело: *Калитчук В. М.* Вплив державного боргу на економічне становище в Україні / В. М. Калитчук. – К. : 2005–2006.

У свою чергу, в праці К. Маркса «Капітал» державні запозичення є засобом переміщення грошових ресурсів з виробництва у сферу непродуктивного державного споживання. Відповідно до його теорії облігації надають їхнім власникам право капіталізації податкових надходжень, тобто право привласнювати частину новоствореної вартості, уникаючи участі в процесі відтворення, що є обов'язковим фактором збільшення капіталу кредитора. Державний борг у такому випадку становить значну небезпеку у вигляді зменшення обсягів реального капіталу, який обслуговує виробництво, тобто бере участь у створенні нової вартості. Єдиним недоліком цієї теорії К. Маркса є те, що була применшена роль фіктивного капіталу, оскільки останній забезпечує економічний розвиток та може бути інструментом регулювання реального сектору економіки.

Представники кейнсіанської школи розглядали державний борг як засіб стабілізації економіки, а також як фактор економічного зростання.

Розглядаючи стимулювання «ефективного попиту» як чинник збалансування і розвитку, вони акцентували на необхідності втручання держави в економічні процеси. Зокрема, оскільки державні видатки є елементом сукупного попиту, їхнє збільшення, відповідно, розширює попит, що веде до підвищення сукупної пропозиції, тобто до розвитку. Випуск державних позик представники кейнсіанської школи вважали одним з головних чинників стимулювання попиту: а саме кризовий стан економіки характеризується низьким рівнем інвестиційної активності (під впливом несприятливого економічного оточення). В результаті цього виникає надлишок приватних заощаджень над приватними інвестиціями. Такий процес не є позитивним, оскільки зумовлює недостатність сукупних витрат щодо внутрішнього виробництва, а це через деякий час спричиняє спад ВВП. Дефіцитне фінансування державних видатків (використовуючи заощадження та вільні фінансові ресурси, не зайняті в поточному споживанні або обслуговуванні інвестицій) приводить в дію ефект мультиплікатора державних витрат, який примушує систему реагувати зростанням зайнятості та завантаженням виробничих потужностей у значно більшому обсязі порівняно з обсягом запозичень. Крім того, зовнішні джерела запозичень дають змогу країні здійснювати більші сукупні витрати, ніж вироблений національний дохід.

На думку представників кейнсіанської школи, зниження рівня зайнятості в економіці обходиться суспільству значно дорожче, ніж зростання державного боргу. Нарощування виробництва темпами, що перевищують темпи зростання відсоткових платежів, нівелює негативний вплив бюджетних дефіцитів навіть у довгостроковому періоді. Проте, як відомо з емпіричних фактів, збільшення обсягів запозичень не завжди сприяє економічному зростанню. В результаті цього позики можуть сприяти негативному економічному ефекту.

На підставі проведених досліджень вчені зазначають, що державний борг все-таки має негативні наслідки. Найбільш суттєвим і вагомим недоліком державних запозичень є так званий ефект витіснення приватних інвестицій унаслідок зростання боргу. «Ефект витіснення», вперше описаний Ф. Модільяні та Р. Масгрейвом (вчення сукупного інвестиційного підходу), згодом був визнаний майже всіма економічними школами. Але дискусійним залишається питання про механізм дії «ефекту витіснення». Відповідно до сукупного інвестиційного підходу державні запозичення ( $B$ ) збільшують наявний дохід приватних суб'єктів на цю ж величину ( $B$ ). Це, на думку Ф. Модільяні і Р. Масгрейва, зумовлює збіль-



шення приватного споживання  $C$  на суму  $\Delta C = c \cdot B$  (де  $c$  – гранична схильність до споживання) і приватних заощаджень ( $S$ ) на суму  $\Delta S = (1 - c) \cdot B$ . За умови, що інвестиції і державні позики фінансуються за рахунок приватних заощаджень ( $S = B + I$ , де  $I$  – інвестиції), залучення позик державою впливатиме на приріст інвестицій таким чином:  $\Delta I = \Delta S - B = (1 - c) \cdot B - B = -c \cdot B$ . Тобто інвестиції зменшаться на величину, що дорівнює граничній схильності до споживання, помноженій на суму запозичення. Таким чином, тягар державного боргу покладається на майбутнє у формі зменшення запасу капіталу і, як наслідок, – зниження виробничого потенціалу<sup>56</sup>. Класична теорія пояснює «ефект витіснення» певного обсягу інвестицій, зважаючи на стабільний рівень пропозиції (як результат постійного самозбалансування економіки) внаслідок збільшення іншої складової попиту – державних витрат.

У свою чергу, інші науковці, такі як К. Р. Макконнелл і С. Л. Брю, базуючись на кейнсіанській теорії, обґрунтовують «ефект витіснення» тим, що держава, здійснюючи вихід позикових капіталів на ринок, підвищує попит на грошові ресурси. Це зумовлює зростання процентних ставок і, відповідно, зменшення попиту на приватні інвестиції, які є оберненою функцією до ставки процента. Крім такого зниження попиту на інвестиції, внаслідок боргової експансії зменшується фізичний обсяг позикових ресурсів на суму позик, які могли б бути спрямовані в інвестиційні фонди<sup>57</sup>.

Також вони визначають такі елементи, як «ефект чистого експорту», або «подвійного дефіциту», який проявляється у підвищенні процентних ставок унаслідок внутрішніх запозичень (за описаним вище механізмом), що приваблюють іноземні капітали.

Останні теж збільшують попит на національну валюту і провокують її ревальвацію, а це призводить до зростання імпорту при одночасному скороченні експорту, тобто сальдо торгового балансу зменшується або стає негативним (окрім дефіциту бюджету, спостерігається дефіцит платіжного балансу).

А. Харт визначав ступінь впливу «ефекту витіснення» залежно від рівня зайнятості економіки. Якщо економіка близька до рівня повної за-

<sup>56</sup> Вахненко Т. П. Тягар державного боргу: теоретичний аспект / Т. П. Вахненко // Економіка України. – 1998. – № 3. – С. 21–30.

<sup>57</sup> Макконнелл К. Р. Экономика: принципы, проблемы и политика / К. Р. Макконнелл, С. Л. Брю ; пер. с англ. 11-го изд. – К. : ХаГар, 2000. – 785 с.

йнятості, то витіснення буде суттєвим; якщо ж є значна неповна зайнятість, то борг буде потужним стимулом сукупного попиту.

Одним з імовірних наслідків витіснення є інфляція: збільшення норми процента є елементом грошової трансмісії на видаткові тенденції в економіці. Існує також думка, що в умовах неповної зайнятості навіть за підвищених процентних ставок інвестиції не скоротяться тому, що підприємці у разі розширення державних витрат очікуватимуть зростання прибутковості і, можливо, навіть підвищать обсяги інвестування. В цій ситуації важливу роль відіграє ступінь довіри до національного уряду, адже, зважаючи на розрахунки Л. Саммерса, 1 дол. США дефіциту скорочує інвестиції на 0,60 дол. США (у тому числі інвестиції в будівлі і споруди; машини і обладнання та в запаси, відповідно по 0,20 дол. США за кожною групою)<sup>58</sup>.

«Теорема нейтральності» А. Барро (доповнюючи «теорему еквівалентності» Д. Рікардо) стверджує, що внаслідок зростання процентних ставок з'являться додаткові стимули до заощаджень, які й компенсують зменшення вільних ресурсів унаслідок державних позик. Тому державний борг буде економічно нейтральним стосовно споживання, інвестицій і норми процента<sup>59</sup>. Цю теорему можна піддати критиці на основі того, що не завжди зменшення величини джерел інвестування через державні позики буде еквівалентне величині збільшення заощаджень через коливання процентної ставки (як результату цих позик). Сучасне трактування «ефекту витіснення» доповнює його баченням впливу вищих процентних ставок на ринку державних цінних паперів на ставки в інших сегментах фінансового ринку, що звужує доступність до кредитних ресурсів<sup>60</sup>.

Необхідно виокремити дослідження німецького вченого М. Карлберга, який стосовно зазначеної проблематики дійшов таких висновків:

- при невеликих обсягах запозичень споживання на одну особу підвищується (за умов надлишку приватного капіталу), а починаючи з певної критичної точки, нарощування запозичень (уже при недостатності капіталу) витіснятиме приватні інвестиції;

<sup>58</sup> Козюк В. В. «Ефект витіснення» як наслідок державного боргу в перехідній економіці України / В. В. Козюк // Вісник ТАНГ. – 2000. – Вип. 9. – С. 132–138.

<sup>59</sup> Козюк В. В. Державний борг в умовах ринкової трансформації економіки України / В. В. Козюк ; ТДТУ ім. І. Пулюя. – Т. : Карт-бланш, 2002. – 238 с.

<sup>60</sup> Вахненко Т. П. Особливості формування державного боргу та управління його складовими в період фінансової кризи / Т. П. Вахненко // Фінанси України. – 2009. – № 6. – С. 14–28.

- якщо розглядати вплив з позиції плінності часу, то спочатку запозичення через державні видатки збільшують доходи населення і, відповідно, споживання; але в довгостроковому періоді споживання знизиться (внаслідок витіснення капіталу, який би виробляв більший обсяг споживчих товарів);
- при зростанні державного запозичення процентна ставка підвищується (тобто зростає вартість капіталу), а ставка заробітної плати, що дорівнює граничному продукту праці, – знижується;
- за певного рівня державних видатків зростання запозичень зумовлює зниження оподаткування, проте подальше запозичення збільшує державний борг, суми відсоткових виплат за боргом і відповідно, рівень оподаткування<sup>61</sup>. Окрему увагу слід приділити проблемному питанню – чи є державний борг тягарем для суспільства.

Як зазначалося, відповідно до класичної і марксистської теорій теперішні запозичення є відкладеними на майбутнє податками. Згідно з дослідженнями представників кейнсіанської школи, державний борг, виконуючи проміжну функцію між теперішніми видатками держави на інвестиції та майбутнім фіскальним вилученням частини новоствореного продукту, нівелює тиск на економіку.

Таким чином, А. Барро, М. Карлберг, Ф. Модільяні, Дж. Бьюкенен говорили про створення боргом значного тягаря для суспільства як наслідку зменшення капіталу, споживання і зростання оподаткування в майбутньому. К. Р. Макконелл, С. Л. Брю зауважували, що внутрішній державний борг не може бути тягарем для суспільства, оскільки він одночасно є його активом (тобто країна винна сама собі), але зовнішній борг, безумовно, – тягар<sup>62</sup>.

Окрім цього, припускається, що при капітальних напрямках використання державних запозичень капітал у майбутньому не зменшиться, а просто відбудеться його перерозподіл між державним і приватним сектором на користь державного<sup>63</sup>. Дж. Бьюкенен у рамках своєї «теорії суспільного вибору» наголошує на необхідності задоволення поточних потреб бюрократичних структур у видатках виключно за рахунок опо-

<sup>61</sup> Вахненко Т. П. Державний борг України та його економічні наслідки / Т. П. Вахненко. – К. : Альтерпрес, 2000. – 152 с.

<sup>62</sup> Макконелл К. Р. Экономикс: принципы, проблемы и политика / К. Р. Макконелл, С. Л. Брю ; пер. с англ. 11-го изд. – К. : ХаГар, 2000. – 785 с.

<sup>63</sup> Там же.

даткування; фінансування ж видатків, пов'язаних із віддачею у майбутньому, має проводитись у борговий спосіб<sup>64</sup>. Тобто тягар створюють лише запозичення, використані на поточні цілі. Такої думки щодо тягара зовнішнього боргу (в розрізі поточного чи капітального його використання) дотримується відомий американський вчений-економіст А. Лернер. Але він доповнює важливість ефективності капітального використання запозичень (чим менша ефективність – тим більший тягар).

Дослідивши різні погляди на теоретичні засади формування державного боргу та їхній вплив на економіку країни, з огляду на стійкість державних фінансів можна дійти висновку, що економічний зміст державного боргу проявляється через його вплив на соціально-економічне становище, зокрема на такі показники, як зростання ВВП, його перерозподіл, рівень інвестицій і рівень споживання, запас капіталу і рівень доходів, зайнятість, рівень цін (інфляція), валютний курс, платіжний баланс тощо. Враховуючи той факт, що сукупна пропозиція в короткостроковому періоді (і навіть у довгостроковому) є нееластичною, стимулювання сукупного попиту через розширення державних видатків на поточне споживання за рахунок державних запозичень матиме інфляційні наслідки, а зростання ВВП не відбудеться. Оскільки державний борг має забезпечувати економічне зростання, виникає необхідність у розширенні сукупних витрат за рахунок державних позик та створенні умов для зростання сукупної пропозиції (тобто для розвитку підприємництва або усунення бар'єрів для такого розвитку). Поряд із цим державний борг матиме позитивний економічний ефект на стійкість державних фінансів, оскільки податки (що є вбудованими автоматичними стабілізаторами) за рахунок зростання ВВП збільшуватимуть державні доходи (при незмінності ставок оподаткування), які й будуть джерелом погашення накопиченого боргу.

За умов повної зайнятості всіх ресурсів у економіці збільшення дефіцитного фінансування спричинить інфляцію (зростання грошової маси поряд із неможливістю наростити товарну масу – реальний ВВП). У свою чергу, запозичення в центральному банку є, по-суті, емісією, що призводить до інфляції (за умови нееластичності сукупної пропозиції). Також держава виходом на фінансовий ринок через підвищення попиту на гроші спричиняє зростання процентних ставок, які й є основним фак-

<sup>64</sup> Вахненко Т. П. Зовнішні боргові зобов'язання у системі світових фінансово-економічних відносин / Т. П. Вахненко ; Ін-т економіки та прогнозування НАН України. – К. : Фенікс, 2006. – 536 с.

тором «ефекту витіснення» інвестицій (зниження рівня доступності до ресурсів через їхню високу ціну (процентну ставку) і зменшення фізичного обсягу інвестицій через вилучення частини ресурсів державою). Вищі процентні ставки приваблюють нерезидентів, які для купівлі державних цінних паперів потребують певної кількості національної валюти; підвищуючи таким чином попит на неї і фактично сприяють ревальвації.

Водночас подорожчання національної валюти стимулює імпорт і пригнічує експорт, що впливає на сальдо платіжного балансу до його скорочення; це призводить до зменшення міжнародних активів центрального банку, або ж знову до запозичення.

Висновок про те, що одразу після запозичень доходи населення і рівень споживання підвищуються, приводить до розуміння, що в довгостроковому періоді внаслідок зменшення запасу капіталу (витіснення приватних інвестицій) обсяг виробництва споживчих товарів (як результат використання капітальних товарів) буде нижчим.

Отже, можна дійти висновку, що державний борг є тягарем для країни у вигляді відкладеного майбутнього оподаткування тільки у випадку спрямування його на поточне споживання (за умови недовіри мультиплікатора державних витрат і за нееластичності сукупної пропозиції, тобто за відсутності умов для стимулюючого ефекту розширених державних видатків на економічне зростання). Але тоді здійснення державою капітальних видатків за рахунок позик є економічно виправданим (за умов ефективності інвестицій), оскільки вона створює суспільні блага, призначені для кількох поколінь (тягар при цьому досить справедливо розподіляється між теперішнім і майбутніми поколіннями). У випадку, якщо держава сама інвестує у виробництво (збільшуючи державний сектор економіки), то за умов самокупності тягара взагалі не буде.

## **1.5. СЕРЕДНЬОСТРОКОВА СТРАТЕГІЯ УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ ТА ЇЇ РОЛЬ У ГАРАНТУВАННІ БОРГОВОЇ СТІЙКОСТІ**

Основним напрямом удосконалення управління державним боргом України має стати підвищення ролі стратегічного управління ним і підпорядкування йому завдань оперативного управління, посилення функцій боргового планування і прогнозування, переорієнтація боргових важелів та інструментів на виконання довгострокових завдань.

Стратегія управління державним боргом являє собою перспективний план дій щодо регулювання його обсягу та структури, визначення оптимальних джерел та інструментів державного запозичення, погашення боргу і напрямів використання залучених коштів, моніторингу та контролю за станом сукупного боргу; цей перспективний план має розроблятися для досягнення довгострокових цілей боргової політики держави з урахуванням наявного економічного потенціалу, особливостей розвитку національної фінансової системи, факторів та обмежень зовнішнього середовища, закономірностей розвитку системи державного кредиту в світовому масштабі.

Розроблення боргової стратегії України, як і будь-який процес стратегічного планування, має ґрунтуватися на таких принципах:

- спрямованість на середньо- і довгострокову перспективу (тривалістю понад три роки);
- орієнтація на виконання ключових завдань і досягнення основоположних цілей – забезпечення динамічного зростання ВВП, модернізації структури економіки, гарантування збалансованого розвитку фінансової системи;
- врахування численних факторів, що справляють як позитивний, так і негативний вплив, а також передбачення заходів, які нейтралізують негативні ефекти та використовують/посилюють дію позитивних впливів;
- адаптивність процесу, здатність передбачати зміни внутрішнього і зовнішнього середовища та пристосовувати до них функціонування системи управління<sup>65</sup>.

Відповідно до фінансових оглядів міжнародних організацій щодо стану економіки України та національних звітів про фінансові результати управління національною економікою, постає питання удосконалення та підвищення рівня управління державним боргом. Саме це є передумовою формування ефективної стратегії управління державним боргом. Крім того, формування цієї стратегії – важлива умова підтримання стратегічних партнерських відносин із міжнародними організаціями, зокрема Міжнародним банком реконструкції та розвитку (МБРР), Міжнародною фінансовою корпорацією (МФК) та ін. При дотриманні умов цих міжнародних організацій питання формування стратегії розглядається на державному рівні у вигляді ухвалення низки нормативно-пра-

<sup>65</sup> Дойль П. Маркетинг – менеджмент и стратегии / П. Дойль ; пер. с англ. – СПб. : Питер, 2002. – С. 130.

вових актів стосовно, зокрема, середньострокової стратегії управління державним боргом на 2013–2015 рр., стратегії модернізації системи управління державними фінансами, концепції розвитку системи управління державними фінансами, затвердження концепції забезпечення національної безпеки у фінансовій сфері тощо.

Таким чином, відповідно до офіційного звіту МБРР та МФК для подальшої імплементації стратегічного партнерства загальна ситуація в Україні є недостатньо сприятливою, зокрема у сфері державних фінансів, а саме – в системі урядування. Корупція та «приватизація» держави набули загального визнання та вважаються головною перешкодою для розвитку. Україна постійно посідає низькі місця за найважливішими показниками урядування. Низка індикаторів, таких як Індекс економічної свободи організації Heritage Foundation та Індекс сприйняття корупції організації Transparency International, свідчать про подальше погіршення ситуації протягом останніх років.

За результатами звіту МБРР та МФК неефективне урядування має цілий комплекс причин. Воно характерне, окрім України, для багатьох інших країн колишнього Радянського Союзу, що дає підстави стверджувати про важливу роль історичної спадщини. Слабка судова система не дає можливості для правових способів врегулювання ситуації.

Проаналізована система закупівель і система фінансового менеджменту в Україні є ризикованими, проте прийнятними за умов належного управління ними. Згідно з оцінкою Огляду державних видатків і фінансової звітності (PEFA), виконаною у 2007 р., показники України є дещо вищими від середніх у нижній категорії країн із середнім рівнем доходів. Внутрішній аналіз Світового банку, здійснений у рамках підготовки до попередньої СПУ, виявив слабкі місця у системах закупівель та фінансового управління, однак дав змогу зробити висновок, що подальше кредитування Світового банку здійснений за умови приділення належної уваги заходам із пом'якшення ризику.

У свою чергу, відповідно до оцінки МБРР та МФК щодо наслідків сильних і слабких сторін системи управління державними фінансами в Україні, визначено, що вдосконалення систем управління державними фінансами (УДФ) в Україні, здійснене протягом останнього десятиріччя, дало змогу загалом поліпшити управління економікою на агрегованому рівні та підтримувати належний ступінь бюджетної дисципліни попри різкий економічний спад і політичну нестабільність у 2008–2009 рр. Добре усталений і прозорий бюджетний процес, високоцентралізована

система Державного казначейства та підвищення рівня збирання податків створили підґрунтя для таких позитивних показників діяльності. Згідно зі звітом Оцінки державних видатків і фінансової звітності (ОДВФЗ – PEFA) за 2011 р.<sup>66</sup>, окремі слабкі зв'язки в системі УДФ перешкождали вдосконалювати інші її сегменти, окрім пов'язаних із наданням державних послуг, і призвели до погіршення показників сприйняття корупції в державному секторі. Незважаючи на той факт, що система УДФ в Україні порівняно з країнами з подібними до неї характеристиками функціонує досить добре, вона має низку недоліків, які негативно впливають на ефективність державних видатків і на їх негативне сприйняття суспільством (прозорість і врядування). Такими недоліками, зокрема, є:

- слабкі зв'язки між цілями політики та бюджетними асигнуваннями та неефективною практикою складання бюджетів капіталовкладень, що свідчить про неоптимальне використання обмежених державних ресурсів;
- орієнтований на цільові показники підхід до збору бюджетних надходжень, який забезпечує високі рівні збору коштів, однак водночас пов'язаний зі значними витратами для бізнесу та призводить до негативного зовнішнього сприйняття України як несприятливого місця для ведення бізнесу;
- відсутність централізованого контролю за державними підприємствами, які становлять вагомую частину економіки та періодично накладають важкі тягарі на бюджет у формі списуваних податків та рекапіталізації;
- недоліки в системі державних закупівель, які обмежували чесну та відкриту конкуренцію і тим самим призводили до зниження грошової вартості;
- вузька спрямованість Державної фінансової інспекції на опрацювання і виконання трансакцій і відсутність сучасної функції внутрішнього аудиту, спрямованої на вдосконалення систем;
- звуження сфери діяльності Рахункової палати України та відсутність спеціального аудиторського комітету в законодавчій системі, що обмежує підзвітність у питаннях витрачання державних коштів

<sup>66</sup> Оцінка державних видатків і фінансової звітності (ОДВФЗ – PEFA) за 2011 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://internationalbudget.org/what-we-do/open-budget-survey/country-info/?country=ua>.



і знижує стимули для міністрів і чиновників до приділення уваги показникам діяльності та ефективності.

Однак міжнародні організації відзначили нещодавно запроваджені зміни до Бюджетного кодексу, Податкового кодексу та Закону про державні закупівлі, що створюють непогані передумови для майбутніх покращань, котрі, однак, залежать від їхнього фактичного виконання і здійснюваного над ними нагляду. Вже використовуються і розвиваються елементи системи середньострокового планування бюджету, однак досі бракує зв'язку між завданнями політики і бюджетом. Попри те, що останніми роками запрацювали окремі елементи системи середньострокового планування бюджету, включаючи середньострокову фіскальну базу, бюджетні обмеження («стелі») для галузевих міністерств, врешті-решт новою редакцією Бюджетного кодексу впроваджено багаторічні асигнування на бюджетні програми інвестиційного спрямування, однак досі, бракує кількох важливих елементів, уведення яких потребує ухвалення відповідних рішень. Передусім підготовку середньострокових прогнозів слід пов'язати із визначеними стратегіями і політиками та відповідними цільовими завданнями. У майбутньому варто дотримуватися бюджетних обмежень, і будь-які зміни, що вноситимуться, мають належно обґрунтовуватися і базуватися на чітких правилах.

Необхідно зазначити, що схвалена законодавча база державних закупівель здебільшого відповідає міжнародній практиці, однак її впровадження лишається проблемним. Ключовими елементами, котрих бракує для забезпечення прозорого й ефективного процесу державних закупівель в Україні, що має здійснюватися на конкурентних засадах, є:

- схвалення підзаконних актів та норм (у тому числі для комунальних підприємств і природних монополій), які забезпечать ефективне використання цієї системи закупівель;
- створення і введення в дію системи моніторингу, що дасть змогу оцінювати показники роботи системи державних закупівель, включаючи загальнодоступні та зручні для вимірювання результати (такі як відношення закупівель з одного джерела до загального обсягу державних закупівель) і здійснювати моніторинг процесів громадянським суспільством;
- подальше зближення законодавчої бази державних закупівель з Директивами ЄС та інвестування в розбудову потенціалу уста-

нов-бенефіціарів, необхідного для впровадження нового законодавства.

Ключовими кроками на шляху до підвищення ефективності управління державними коштами та якості послуг, і, водночас, до поліпшення сприйняття кроків уряду є переорієнтація системи УДФ від традиційної, орієнтованої на матеріально-технічні показники, до системи, орієнтованої на результати, активніше залучення до управління державними фінансами громадянського суспільства та запровадження точнішого оцінювання і механізмів зворотного зв'язку у формі сучасного внутрішнього і зовнішнього аудиту та підзвітності за одержані результати.

Відповідно до огляду звітів міжнародних організацій сформувалася думка, що бюджетна система України загалом є впорядкованою, достатньо всеохоплюючою і відповідає законодавчій базі стосовно бюджету. Бюджетна класифікація відповідає класифікації Статистики державних фінансів МВФ (IMF GFS) 1986 р. (яка передбачає адміністративну, економічну та функціональну класифікацію), і нині триває робота над упровадженням IMF GFS 2001. Інформація, яка включається до бюджетної документації, є достатньо повною, хоча у звітності бажано використовувати деталізовану класифікацію. Проекти представлено за кодами економічної класифікації. Україна має усталений бюджетний процес, який передбачає проведення регулярних консультацій із галузевими міністерствами та із законодавчими органами. Бюджетний кодекс передбачає подальше зміцнення зв'язків між завданнями політики та бюджетом. Раніше уряд підготував середньострокові фіскальні прогнози, котрі, проте, не було втілено в середньострокові асигнування на програми чи міністерства і тому на річні бюджети це практично не вплинуло. У Бюджетному кодексі є важливі вдосконалення, зокрема, встановлено максимальні значення («стелі») видатків для секторів і впроваджено середньострокову перспективу для довгострокових державних інвестиційних програм.

Однією з серйозних проблем бюджетного процесу залишається практика складання бюджетів капіталовкладень; оцінка проектів не є ні системною, ні об'єктивною, і наслідки поточних видатків не завжди факторизуються в бюджеті. Наявність чотирьох важливих фондів соціального страхування, звітність яких ведеться окремо від основного бюджету, негативно впливає на прозорість бюджету загалом. Негативним нововведенням Бюджетного кодексу 2011 р. є те, що фонди соціального

страхування, позабюджетні кошти, включаючи кошти цільового призначення (як-от на Євро-2012), вже не зобов'язані звітувати про свої бюджети перед законодавчими органами.

Основним джерелом фіскальних ризиків, пов'язаних із бюджетними установами поза системою центрального уряду, є діяльність державних підприємств, на які припадає близько 22 % ВВП. На відміну від державних підприємств, фіскальна діяльність місцевих органів влади піддається жорсткішому нагляду з ретельним контролюванням запозичень і повною прозорістю в рамках системи Казначейства. Система контролю за державними підприємствами загалом є слабкою і розпорошена між міністерствами, хоча при цьому основну квазіфіскальну діяльність зосереджено в енергетичному секторі, на який припадає близько 40 % усього сектору державних підприємств.

Основа системи управління державними фінансами України є досить централізованою і орієнтованою на контроль за матеріально-технічними засобами. Автоматизована казначейська система застосовується як у горизонтальному вимірі – до всіх державних структурних одиниць, так і у вертикальному – на всіх рівнях і відіграє позитивну роль у контролюванні видатків і зобов'язань. Завдяки Єдиному казначейському рахунку (ЄКР) відомі щоденні бюджетні надходження, видатки і залишки на казначейських рахунках, і центральний банк консолідує більшість ліквідних ресурсів держави. ЄКР забезпечує дані про наявні грошові залишки в режимі реального часу. Запроваджено порядок контролю за позиками і гарантіями. Діють заходи внутрішнього контролю за видатками іншими, ніж заробітна плата, проте вони потребують подальшого вдосконалення.

Досі триває робота над приведенням практики внутрішнього аудиту у відповідність до міжнародних стандартів, і нині вона застосовується лише частково. Центральний інспекційний орган працює доволі ефективно, виконує контрольні функції і забезпечує розповсюдження звітів. Діяльність ДФІ далі зосереджується, як правило, на питаннях контролю, і основна частина її заходів орієнтована радше на забезпечення дотримання бюджетного законодавства, ніж на застосування нових підходів до перевірок систем. Законодавчу базу державних закупівель з часу попередньої оцінки було істотно вдосконалено і нині вона значною мірою відповідає належній міжнародній практиці. Наразі тривають спроби поліпшити і посилити підзвітність за використання неконкурентних методів закупівель.

Підсумовуючи, зазначимо, що необхідність формування державної стратегії управління державним боргом нині є очевидною. Вона повинна мати на меті задоволення потреб держави у позичкових ресурсах шляхом фінансування державного бюджету за мінімально можливою вартості обслуговування державного боргу з урахуванням ризиків. Важливим фактором також є утримання обсягу державного боргу на економічно безпечному рівні та забезпечення ефективного функціонування внутрішнього ринку державних цінних паперів та розширення доступу до міжнародного ринку капіталу<sup>67</sup>. У цьому випадку необхідне реформування у сфері міжнародної інтеграції та співпраці, спрямоване на вироблення цілісної та збалансованої зовнішньоекономічної політики, підвищення конкурентоспроможності та інвестиційної привабливості національної економіки.

Важливим фактором у процесі формування державної стратегії управління державним боргом є етап модернізації системи управління державними фінансами. Недостатність інтеграції окремих складових системи управління фінансами не дає змоги забезпечити гармонійний розвиток усієї системи управління фінансами та бути ефективним інструментом державного регулювання соціально-економічної сфери. Недоліками наявної інформаційної інфраструктури системи управління фінансами є автономне функціонування інформаційно-аналітичних відомчих систем, зокрема, відсутність інтегрованої бази даних державних органів влади, які мають прямиий чи опосередкований стосунок до планування, використання чи контролю за фінансовими потоками держави, організаційна розпорошеність наявних інформаційних ресурсів.

Головна мета стратегічного управління державним боргом України полягає у забезпеченні потреб уряду в фінансових ресурсах та виконання наявних боргових зобов'язань за найменш можливих витрат у середньо- і довгостроковому періодах.

Цілі управління державним боргом полягають у такому:

- досягненні стану боргової стійкості та підтриманні розміру державного боргу України на економічно безпечному рівні;

<sup>67</sup> Про затвердження Середньострокової стратегії управління державним боргом на 2013–2015 роки : постанова Кабінету Міністрів України від 29.04.2013 № 320 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws>.

- оптимізації структури державного боргу України за видами валют, процентних ставок, строковістю боргових зобов'язань і утриманні ризиків боргового фінансування на прийнятному рівні;
- мінімізації витрат на обслуговування державного боргу в середньо- і довгостроковому періодах, забезпеченні повного і безумовного виконання урядом боргових зобов'язань;
- посиленні інвестиційної спрямованості державних позик, підвищенні їх ролі у процесах внутрішнього нагромадження капіталу;
- гармонізації боргової політики з фінансовою і бюджетною стратегією держави, органічному поєднанні, несуперечливості і взаємодоповнюваності цілей боргової, монетарної та фіскальної політики.

Важливою складовою державної стратегії управління державним боргом має виступати визначення напрямів розвитку системи управління державними фінансами для подальшого підвищення ефективності її функціонування через удосконалення нормативно-правового регулювання комплексу її складових та поглиблення координації діяльності органів державної влади, що здійснюють державну політику у сфері державних фінансів<sup>68</sup>. Необхідно запровадити дієвий механізм управління бюджетним процесом, у тому числі щодо державного боргу як складової частини системи управління державними фінансами, визначення стратегічних цілей розвитку держави з урахуванням можливостей бюджету в середньостроковій перспективі, а також забезпечення прозорості, передбачуваності та послідовності бюджетної політики. Ці положення мають дуалістичну необхідність, у першому випадку, для ефективного формування державної стратегії управління державним боргом, у другому – відповідно до вимоги затвердження стратегії розвитку системи управління державними фінансами, що є складовою державної стратегії управління державним боргом.

Необхідність формування державної стратегії управління державним боргом зумовлюється також потребою підвищення ступеня національної фінансової безпеки, що включає питання безпеки в бюджетній сфері, у податковій сфері, у сфері фінансів реального сектору економіки, банківській сфері, сфері валютного ринку та у сферах функціонування

<sup>68</sup> Про схвалення Концепції розвитку системи управління державними фінансами : розпорядження Кабінету Міністрів України від 03.09.2012 № 633-р [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws>.

фондового ринку та небанківського фінансового сектора<sup>69</sup>. Характерними ознаками національної безпеки у фінансовій сфері є збалансованість, стійкість до внутрішніх і зовнішніх загроз, здатність забезпечити ефективне функціонування національної економіки та економічне зростання держави.

Реалізація положень стратегії управління державним боргом має забезпечити:

- утримання помірного боргового навантаження на економіку і державні фінанси України та забезпечення постійного доступу уряду та суб'єктів господарювання України до міжнародного ринку капіталів;
- задоволення потреб держави у позичкових коштах із найменш можливими витратами та залучення нових позик на умовах, які є найкращими за такої кон'юнктури ринку позичкових капіталів;
- досягнення оптимального складу боргового портфеля за видами валют і процентних ставок з урахуванням необхідності мінімізації валютних і процентних ризиків;
- утримання збалансованої структури боргових зобов'язань за строками погашення та зменшення впливу волатильності світових фінансових ринків на стабільність фінансового стану уряду;
- посилення гнучкості боргової політики держави та підвищення ефективності управління державним боргом України через використання активних операцій із борговими зобов'язаннями уряду;
- мінімізація ризиків боргового фінансування, що попереджуватиме дефолт уряду за власними зобов'язаннями і дасть змогу уникнути економічних і фінансових втрат, пов'язаних із його неплатоспроможністю;
- зростання ролі внутрішнього ринку позичкових капіталів, підвищення ефективності грошово-кредитного регулювання та посилення стимулюючого впливу бюджетних і грошово-кредитних важелів на розвиток економіки України;
- збільшення частки інвестиційних ресурсів у загальній сумі державних позик та створення фінансової і економічної бази для погашення накопичених боргів;

<sup>69</sup> Про схвалення Концепції забезпечення національної безпеки у фінансовій сфері : розпорядження Кабінету Міністрів України від 15.08. 2012 № 569-р [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws>.

- посилення ролі державних позик у вирішенні завдань інвестиційно-інноваційного розвитку національної економіки, забезпечення більш повного використання матеріальних, кадрових та інтелектуальних ресурсів України;
- підвищення міжнародного кредитного рейтингу Уряду України, зниження спредів за суверенними борговими зобов'язаннями, зменшення вартості позичкового фінансування для уряду.

У рамках боргової стратегії доцільно розробляти щорічні програми управління державним боргом, які мають бути інтегровані у процес бюджетного планування і включати детальний перелік заходів щодо регулювання обсягу та структури зовнішнього державного боргу, визначення оптимальних джерел та інструментів державного запозичення, погашення боргу і напрямів використання залучених коштів, моніторингу та контролю за станом сукупного зовнішнього боргу.

Крім відомих інструментів управління державним боргом, досягнення цілей боргової стратегії України та створення довгострокових засад стабільного і збалансованого розвитку національної фінансової системи передбачає використання методів бюджетної, грошово-кредитної і валютної політики, вагоме місце серед яких посідають:

- створення ефективної системи рефінансування центральним банком довгострокових кредитів банків, наданих реальному сектору економіки, та підтримки поточної ліквідності банківських установ у кризових умовах;
- стабілізація валютного курсу на рівноважному рівні, створення перешкод для нелегальної втечі капіталу, запобігання різким коливанням обмінного курсу гривні у середньостроковому періоді;
- посилення пруденційного регулювання діяльності банків для недопущення прийняття ними надмірних ризиків, висування жорсткіших вимог до рівня капіталізації банків;
- недопущення критичного зниження міжнародних резервів України та накопичення резервів до рівня повного покриття короткострокових зовнішніх зобов'язань резидентів України і річних виплат у рахунок погашення і обслуговування зовнішнього довгострокового боргу в наступні роки;
- проведення зваженої бюджетно-податкової політики і утримання дефіциту державного бюджету на рівні до 3 % ВВП, що позитивно впливатиме на рівень суверенних рейтингів та величину процентних ставок за зовнішніми позиками національних емітентів.

Середньострокова стратегія управління державним боргом України інституційно повинна бути інтегрована до бюджетної стратегії або основних засад бюджетної політики, розрахованих на середньостроковий термін. Бюджетна стратегія встановлюватиме середньострокові рамки для проведення бюджетно-податкової політики і окреслюватиме чіткі перспективи розвитку державних фінансів, передбачатиме механізми ефективного використання бюджетних ресурсів, підвищення ступеня фіскальної дисципліни та посилення прозорості і передбачуваності бюджетно-податкової політики.

### 1.6. МЕТОДИЧНІ ПІДХОДИ ДО ОЦІНЮВАННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ

Як свідчить міжнародний досвід, першочерговим завданням у процесі визначення напрямів удосконалення управління державним боргом України в середньостроковій та довгостроковій перспективі є проведення оцінки якості (ефективності) управління державним боргом на основі комплексного підходу. Вона дає можливість побачити сильні та слабкі сторони боргової політики в конкретній країні, допомагає визначити плани формування й зміцнення потенціалу та інституційної структури системи управління державним боргом з урахуванням конкретних потреб держави.

Наразі провідною методикою оцінювання якості управління боргом є методика оцінювання ефективності управління державним боргом (ОЕУДБ), розроблена спеціалістами Департаменту економічної політики і боргу групи Світового банку на основі найкращої міжнародної практики<sup>70</sup>. Вона орієнтована на країни з низьким і середнім рівнем доходів

<sup>70</sup> Методику розроблено Департаментом економічної політики та боргу (PRMED) та Департаментом банківських операцій та управління боргом (BDM) Світового банку під керівництвом Вікрама Неру та Глорії Грандоліні. При розробленні вказаної методики були використані праці провідних економістів, експертів групи Світового банку, МВФ, ЄЦБ. Щодо цього див. праці: Guidelines for Public Debt Management: Accompanying Document and Selected Case Studies / Staff Papers // International Monetary Fund and The World Bank. – Wash., D.C., 2008; Wheeler G. Sound Practice in Government Debt Management / G. Wheeler // World Bank Papers. – Wash., D.C., 2004; Staff Guidance Note on the Application of the Joint Bank-Fund Debt Sustainability Framework for Low-Income Countries / Staff Papers // IMF and World Bank. – Wash., D.C., 2008; Wolswijk G. Government Debt



та є своєрідним інструментом для оцінювання ефективності роботи уряду за допомогою використання комплексного набору показників ефективності, що охоплює весь спектр функцій у галузі управління державним боргом. Ця методика створена з метою її використання як міжнародно визнаного стандарту в галузі управління державним боргом. Крім того, вона дає змогу проводити моніторинг щодо прогресу в досягненні цілей управління державним боргом у визначеному часовому проміжку згідно з найкращою світовою практикою.

Відповідно до міжнародного досвіду таке оцінювання має здійснюватися незалежним органом з обов'язковим публічним оприлюдненням його результатів; його кінцевим етапом повинно стати проведення відповідного вдосконалення управління державним боргом на рівні уряду.

В Україні комплексне оцінювання якості управління державним боргом не проводиться. Окремі його показники використовуються Рахунковою палатою при проведенні щорічного аудиту стану державного боргу України, а також Департаментом боргової та міжнародної фінансової політики Міністерства фінансів України для підготовки аналітичних звітів. Водночас, попри всі недоліки, зауважимо, що останніми роками досягнуто значного прогресу в сфері удосконалення системи управління державним боргом та методів проведення аудиту державного боргу. Зокрема, на базі Міністерства фінансів та Державного казначейства України створений єдиний інформаційний офіс, що включає десять підсистем (блоків):

- облік боргових зобов'язань;
- аналітичний блок (можливість створення презентацій, звітів, аналітичних записок, зокрема, проведення аналізу динаміки державного боргу, створення звітів плаваючої структури та ін.);
- планування (формування сценаріїв запозичень, моделювання структури боргу тощо);
- проекти МФО (заявки на використання коштів, створення звітів щодо заборгованості України перед МФО та відшкодування боргу тощо);
- державне казначейство (підготовка платежів, здійснення фактичних платежів та відшкодування боргу);

- моніторинг технічної допомоги (формування звітів щодо планових та фактичних заходів, формування консолідованої звітності щодо технічної допомоги);
- операції РЕПО (планові та фактичні операції, прямий і зворотній РЕПО);
- муніципальні запозичення (ведення єдиного реєстру муніципальних запозичень);
- державні підприємства (ведення реєстру запозичень державних підприємств, блок створено в 2011 р.);
- аналіз ризиків (можливість здійснення аналізу ризиків за кредитним портфелем, графічний аналіз динаміки ризиків за періодами тощо, блок створено в 2012 р.).

Щодо підсистеми «муніципальні запозичення», то хоча наразі реєстрацію муніципальних запозичень і запозичень суб'єктів господарювання державного сектора розпочато, проте є значні недоліки в аналізі боргової інформації та порядку прогнозування платежів із погашення та обслуговування боргу органів місцевого самоврядування. В межах чинного законодавства Міністерством фінансів України забезпечується лише реєстрація та погодження місцевих запозичень. Проте фактично подальший супровід і аналіз таких боргових зобов'язань, у тому числі щодо валютних ризиків (коливання курсу гривні до іноземних валют), дотримання органами місцевого самоврядування графіків погашення та обслуговування боргу, а також обґрунтованості прийнятих рішень про реструктуризацію боргу здійснюється лише частково. Крім того, чинним законодавством до кінця не унормовано необхідність державного моніторингу щодо надання міськими радами гарантій суб'єктам господарювання<sup>71</sup>.

Крім того, в межах чинної системи управління боргом подальшого вдосконалення потребують такі напрями, як управління ризиками, контроль та аналіз цільового використання державних запозичень (у тому числі гарантійних та муніципальних позик), подальша автоматизація бізнес-процесів, оцінка фінансового стану бенефіціару, створення окре-

<sup>71</sup> Ці недоліки чинної вітчизняної системи управління державним боргом стали предметом широкого обговорення під час установчого засідання учасників міжнародного паралельного аудиту інформаційних систем управління державним боргом у рамках виконання стратегічного плану діяльності Робочої групи INTOSAI з питань державного боргу, організованого Рахунковою палатою України 29–30 квітня 2013 р. у м. Києві.

мого блоку для врахування ризиків умовних зобов'язань, розширення системи аналізу ризиків з огляду на міжнародний досвід управління боргом (зокрема, проведення аналізу боргової стійкості щодо економічних шоків).

У свою чергу Рахункова палата України (РПУ) на щорічній основі проводить аналіз обґрунтованості величини державного боргу, а також на вибірковій основі аналізує ефективність використання запозичених державою коштів, зокрема й під гарантію уряду. При цьому аудит стану держаних гарантій здійснюється окремо. Крім того, на прохання Світового банку проводиться аудит фінансової звітності. Проте, як зазначалося вище, на сьогодні фактично відсутній механізм контролю за залученням та використанням місцевих позик. Зокрема, Рахункова палата досі не наділена повноваженнями щодо контролю за місцевими запозиченнями. Існують проблеми з публічним оприлюдненням повної інформації щодо проведених аудитів, а також станом врахування пропозицій РПУ урядом та Верховною Радою України<sup>72</sup>.

Загалом аудит стану державного боргу включає шість основних блоків:

- аналіз обсягів та інформаційного забезпечення;
- стан досягнення окремих показників;
- використання міжнародного досвіду в управлінні державним боргом;
- оцінка досягнення цілей, передбачених Середньостроковою стратегією управління державним боргом;
- оцінка рейтингів кредитоспроможності країни;
- оцінка ризиків.

Водночас поза увагою контролюючих органів залишаються такі питання, як дослідження впливу внутрішніх фінансово-економічних та зовнішніх чинників на стан державного боргу, забезпечення щоденної ліквідності, стан погашення заборгованості підприємств за кредитами, залученими під державні гарантії, аналіз адміністративних витрат, пов'язаних із управлінням державним боргом тощо. Аналіз ефективності використання залучених коштів не має системного характеру і проводиться лише на вибірковій основі.

Важливими кроками у напрямі вдосконалення методик оцінки управління державним боргом і методів контролю за державними запозичен-

---

<sup>72</sup> Останній звіт про результати аудиту стану державного та гарантованого державою боргу розміщено на офіційному сайті Рахункової палати України лише за 2010 рік. Звіти щодо стану врахування пропозицій РПУ Кабінетом Міністрів України та Верховною Радою України взагалі не оприлюднюються.

нями стали вступ РПУ до INTOSAI та EUROSАI, а також її активна участь у діяльності Робочої групи INTOSAI з питань державного боргу протягом останніх років<sup>73</sup>. Зокрема, у 2012 р. Рахункова палата України ініціювала проведення міжнародного паралельного координованого аудиту інформаційних систем управління державним боргом протягом 2013–2014 років. Основні недоліки, притаманні інформаційним системам, прямо пов'язані з браком чітких науково обґрунтованих концепцій побудови таких систем.

Підсумовуючи аналіз поточної ситуації з оцінюванням якості (ефективності) управління державним боргом в Україні, можна зробити висновок про нагальну необхідність подальшого вдосконалення методики такого оцінювання в Україні з урахуванням міжнародного досвіду та глобальних економічних викликів. З цією метою пропонуємо взяти за основу згадану вище методику Світового банку та доповнити її показниками, що є найактуальнішими для нашої держави і відповідають сучасним тенденціям. Розглянемо її докладніше.

Методика ОЕУДБ охоплює різні аспекти управління боргом, що здійснює центральний уряд, зокрема, оцінку структури управління та розроблення боргової стратегії, узгодженість із макроекономічною політикою, видачу державних гарантій за кредитами, прогнозування потоків грошових коштів і управління залишками грошових коштів, управління операційними ризиками, звітність та аудит тощо. Водночас вона не включає заборгованість державних підприємств, не забезпечену гарантіями центрального уряду. Однак методика є доволі гнучкою і може застосовуватися також для оцінки ефективності управління боргом місцевих органів влади. Для оцінки якості (ефективності) управління державним боргом використовується набір із 15 показників, що відображають елементи, необхідні для забезпечення належної практики управління боргом (рис. 1.4).

Кожний показник, у свою чергу, включає в себе параметри оцінки, що відображають сталу належну практику. Якщо результати оцінки вказують на невиконання мінімальних вимог, це дає можливість чітко

---

<sup>73</sup> Рахункова палата є членом Міжнародної організації вищих органів фінансового контролю (INTOSAI) з 1998 р. та Європейської організації вищих органів фінансового контролю (EUROSАI) з 1999 року. Це дозволяє Рахунковій палаті бути повноправним членом світової аудиторської спільноти, забезпечує обізнаність щодо останніх напрацювань і досягнень ВОФК іноземних держав, дає можливість вивчати, аналізувати і запроваджувати в її діяльність міжнародний досвід.



Рис. 1.4. Показники якості (ефективності) управління державним боргом

Складено за: The Debt Management Performance Assessment (DeMPA), Tool World Bank, 2009 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://siteresources.worldbank.org/INTDEBTDEPT/Resources/468980-184253591417/GDM-PMF.pdf>.

визначити напрями, за якими необхідно проводити реформи або нарощувати потенціал. Відповідно до методики оцінюється кожен параметр, і на основі встановлених для нього критеріїв присвоюється бальна оцінка:

– «А» – країна дотримується належної практики;

- «В» – на шляху між мінімальними вимогами та належною практикою;
- «С» – мінімальні вимоги за цим параметром виконані;
- «D» – мінімальні вимоги не виконуються (мають місце серйозні недоліки в роботі уряду, що вимагає впровадження заходів для їх усунення);
- «Н/О» – не оцінюється.

У свою чергу основні характеристики зазначених показників включають такі елементи, як параметри оцінки, ключові або мінімальні вимоги за вказаним параметром (достатні для присвоєння оцінки «С»), а також документи, необхідні для проведення самої оцінки.

Перейдемо до безпосереднього розгляду показників, докладніше зупиняючись на тих, які, на наш погляд, потребують більшої уваги державних менеджерів для підвищення ефективності (якості) управління державним боргом. Спочатку розглянемо основні характеристики показників, що входять до першого блоку цієї методики, – «загальні засади управління»: правова база, структура управління, стратегія управління боргом, операції з управління та аудиту (табл. 1.7).

Відповідно до методики ОЕУДБ під категорією «загальні засади управління» розуміють правову та управлінську структуру, що визначає функції та обов'язки боргових менеджерів. Передусім це нормативно-правова база в широкому розумінні (нормативні та піднормативні законодавчі акти), що визначає цілі, повноваження, регулює питання звітності та контролю у сфері управління державним боргом. Крім того, це поняття охоплює структуру управління, включаючи такі аспекти, як формування та реалізація стратегії, операційні процедури, практика забезпечення якості та обов'язки відповідальних осіб. Важливою умовою визначення оцінки для показників цієї категорії є дотримання законодавства, що для нашої держави є вкрай актуальним. Якщо цього не відбувається, автоматично присвоюється бальна оцінка «D» (мінімальні вимоги не виконуються).

Відповідно до міжнародної практики структура управління повинна забезпечувати чіткий поділ сфер впливу між політичним рівнем (Парламент, Кабінет Міністрів, або міністерство фінансів), на якому визначаються загальні довгострокові цілі управління боргом і стратегія, та органом (або органами), що відповідають за реалізацію стратегії. Перевага цього підходу полягає в тому, що він залишає основні рішення щодо сукупного обсягу заборгованості та прийнятних ризиків у борговому

Таблиця 1.7  
**Основні показники якості (ефективності) щодо загальних засад управління державним боргом**

Параметри оцінювання	Ключові (мінімальні) вимоги	Документи, необхідні для проведення оцінювання
Сфера дії правової бази та її зміст	<b>1. Правова база (бальна оцінка для України – «С»)</b> Законодавство містить чіткі повноваження щодо управління ДБ, у первинному законодавстві визначаються цілі запозичень	Копії первинного законодавства та похідних нормативно-правових актів
<b>2. Структура управління (бальна оцінка для України – «В»)</b> а) структура управління для запозичень центрального уряду та пов'язаних з боргом операцій; б) структура управління для підготовки та видачі гарантій центрального уряду за кредитами	<b>2. Структура управління (бальна оцінка для України – «В»)</b> Запозичення та надання кредитів під гарантію уряду здійснюється головним органом або декількома органами лише за умови чіткої координації їхніх дій між собою	Документи щодо організації структури, похідні нормативно-правові акти, агентська угода між головними та іншими органами
<b>3. Стратегія управління боргом (бальна оцінка для України – «В»)</b> а) якість стратегії управління ДБ; б) процес ухвалення рішень, актуалізація та оприлюднення стратегії	<b>3. Стратегія управління боргом (бальна оцінка для України – «В»)</b> а) стратегія розроблена на 3–5 років і охоплює 90 % наявного боргу; містить прогноз ключових показників, оцінку ризиків та інструменти розвитку внутрішнього ринку запозичень; б) стратегія схвалена урядом та є у вільному доступі	Копія останньої стратегії управління ДБ
Рівень розкриття у щорічному звіті інформації щодо роботи уряду в сфері управління боргом, а також наявність оцінки результатів порівняно із заявленими у стратегії цілями	<b>4. Оцінка операцій з управління (бальна оцінка для України – «А»)</b> Щорічне представлення парламенту звіту, що деталізує роботу уряду з управління боргом, й інформації про суму непогашеної заборгованості	Копії щорічного звіту з управління ДБ

Закінчення табл. 1.7

Параметри оцінювання	Ключові (мінімальні) вимоги	Документи, необхідні для проведення оцінювання
<p><b>5. Аудит (бальна оцінка для України – «В»)</b></p> <p>а) періодичність внутрішнього та зовнішнього аудиту щодо управління ДБ, а також опублікування звітів щодо цих аудитів;</p> <p>б) ступінь зацікавленості уряду в розв'язанні проблем, виявлених під час аудиту</p>	<p>а) зовнішній аудит проводиться протягом останніх п'яти років;</p> <p>б) відповідальні за управління ДБ особи виявлять зацікавленість розв'язати проблеми, пов'язані з проведенням аудиту</p>	<p>Копія законодавчих актів, що передбачають проведення аудиту; копії документів за результатами проведених аудитів за останні п'ять років; копії документів, ухвалених у відповідь на проведені аудити</p>

Складено за: The Debt Management Performance Assessment (DeMPA), Tool World Bank, 2009 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://siteresources.worldbank.org/INTDEBTDEPT/Resources/468980-184253591417/GDM-PMF.pdf>.



портфелі (з точки зору їхнього впливу на бюджетно-податкову систему, програми державних видатків та макроекономічну ситуацію загалом) за органами, які визначають політичні рішення, тоді як технічні фахівці отримують можливість забезпечувати оптимальний результат, скоригований на ризики, в межах визначених орієнтирів. При цьому загальна відповідальність за реалізацію стратегії має закріплюватися за органом, відповідальним за управління боргом, що має повноваження проводити операції на ринку в межах параметрів, встановлених на політичному рівні; вносити пропозиції щодо реалістичної стратегії управління сукупним боргом, яка ґрунтується на глибокому аналізі ринку капіталів, вартості запозичень та пов'язаних із ними ризиків. У разі, якщо деякі операції з управління боргом здійснюються іншими органами, що виступають як агенти основного органу (наприклад, національний банк може проводити аукціони з розміщення державних цінних паперів на внутрішньому ринку або управління заощадженнями може займатися випуском державних ощадних сертифікатів на роздрібному ринку), права та обов'язки сторін мають бути закріплені на законодавчому або юридичному рівні (в рамках офіційної агентської угоди).

Водночас стратегія управління повинна містити такі елементи:

- опис ринкових ризиків, прогнози показників бюджету, боргу, процентних ставок і валютних курсів; обмеження для вибору інструментів портфеля;
- опис аналізу, проведеного для обґрунтування стратегії управління боргом;
- цільові показники та діапазони для ключових показників ризиків, а також програма фінансування на весь період стратегії;
- заходи, що сприятимуть розвитку внутрішнього ринку запозичень (якщо однією з цілей управління боргом є стимулювання цього ринку).

Стратегія має формуватися на середньостроковій основі з її щорічним переглядом у рамках бюджетного процесу. Після ухвалення стратегії запозичення та заходи, пов'язані з управлінням боргом, повинні здійснюватися відповідно до неї. Контроль у сфері управління державним боргом має забезпечуватися за рахунок проведення регулярного внутрішнього аудиту (наприклад, підрозділом внутрішнього аудиту міністерства фінансів) та періодичного зовнішнього аудиту (наприклад, Рахунковою палатою) діяльності за критеріями: а) надійності та достовірності фінансової та оперативної інформації; б) ефективності операцій з

управління боргом; в) ефективності використання залучених коштів; г) дотримання законів, нормативних актів і договорів; д) дотримання встановлених цілей відповідно до ухваленої стратегії управління боргом. Рациональна практика в цій сфері вказує на те, що прозорість операцій з управління боргом посилюється у випадках, коли результати зовнішнього аудиту офіційно оприлюднюються для громадськості.

Згідно з ґрунтовним аналізом ефективності управління державним боргом України, проведеного нами на основі показників першого блоку методики ОЕУДБ, наведеної у табл. 1.7, лише показник «оцінка операцій з управління» має найвищу бальну оцінку «А», тобто у цьому аспекті Україна повністю дотримується належної міжнародної практики. Водночас за такими напрямками, як «стратегія управління боргом», «структура управління» та «аудит» наша країна перебуває між мінімальними вимогами та належною практикою (бальна оцінка «В»), а показник «правова база» задовольняє лише ключовим (мінімальним) вимогам (бальна оцінка «С»). Отже, ці вкрай важливі напрями управління державним боргом потребують подальшого вдосконалення.

Зокрема, досі Верховною Радою України не ухвалено Закон «Про державний борг України», не визначено сутність поняття «управління державним боргом» та «управління зовнішнім державним боргом», відсутні законодавчо визначені цілі управління державним боргом та політики державних запозичень. Залишаються суттєві прогалини у законодавстві щодо визначення пріоритетів та механізмів надання державних гарантій, ступеня відповідальності органів державної влади за результати реалізації проектів, пов'язаних із використанням державних гарантій. Крім того, досі законодавчо не врегульовані операції активного управління державним боргом та методи регулювання боргу (порядок проведення конверсії та консолідації позик, реструктуризації державного боргу, обмін боргових зобов'язань тощо). Не передбачена система відповідальності посадових осіб за ефективність дій, що проводяться у сфері управління державним боргом.

Водночас слід наголосити на значних позитивних зрушеннях у сфері організаційно-правового забезпечення та нормативно-адміністративного регулювання діяльності з управління зовнішнім державним боргом за останні роки з огляду на ухвалення нової редакції Бюджетного кодексу та низки інших законодавчих актів, централізації основних функцій з управління державним боргом у єдиному органі – Міністер-

стві фінансів України, закріпленні розподілу компетенції між гілками державної влади в сфері управління державним боргом.

Українським важливим для підвищення ефективності управління державним боргом стало ухвалення Середньострокової стратегії управління державним боргом на 2012–2014 рр. на заміну попередньої стратегії на 2011–2013 роки. Така заміна відповідає міжнародній практиці, адже у такий спосіб уряд проводить щорічну актуалізацію цього стратегічного документа. Крім мінімальних умов, зазначених у табл. 1.7, вона містить цільові рівні для показників ризиків процентної ставки та валютного ризику, що відображають специфіку ситуації в країні. Зокрема, інтегровані показники валютного ризику, пов'язаного зі зростанням витрат на погашення державного боргу під час девальвації національної валюти на одиницю в період 2012–2014 рр., передбачались на рівні 9,75, 8,5 і 4,75 бала відповідно (максимальне значення – 12,5 бала). При цьому інтегровані показники процентного ризику щодо частки боргу з плаваючими ставками мали становити 3,5 бала у 2012 р. і 2013 р., і 2,25 бала у 2014 р. Водночас для досягнення бальної оцінки «А» відповідно до обраної методики Стратегію необхідно було доповнити показником ризику рефінансування, а також ґрунтовним аналізом витрат і ризиків, який визначає чутливість боргового портфеля до різких змін ринкових процентних ставок і валютних курсів та містить опис використаних припущень і обмежень.

Також досягнуто значних успіхів у проведенні внутрішнього та зовнішнього аудиту, котрі, як зазначалося, щорічно проводяться Міністерством фінансів України та Рахунковою палатою на регулярній основі. Водночас для впровадження належної практики управління боргом (досягнення оцінки «А») наразі не виконується одна з найголовніших вимог, а саме немає глибокої зацікавленості повноважних відповідальних осіб у негайному розв'язанні проблем, виявлених у результаті внутрішнього та зовнішнього аудиту роботи, політики та операцій у сфері управління державним боргом. Одним із методів підвищення такої зацікавленості може стати закріплення на законодавчому рівні обов'язкової вимоги офіційно оприлюднювати оперативну інформацію (регулярні звіти) щодо стану виконання зауважень, висунутих під час проведення аудиту.

Не менш важливим для управління державним боргом є показники другого блоку методики ОЕУДБ («Узгодженість з макроекономічною політикою»), що складається з показників «узгодженості з податково-

бюджетною політикою» та «узгодженості з грошово-кредитною політикою», оцінка яких нами також, на жаль, свідчить про відставання країни від належної практики у цій сфері (табл. 1.8).

Головною причиною відсутності в Україні належної координації грошово-кредитної політики НБУ та боргової політики уряду є недосконалість законодавчої бази, що породжує інституційну відокремленість та несформованість ефективного механізму взаємодії на оперативному рівні між міністерствами і відомствами України. В результаті цього знижується оперативність реагування на зміну економічних умов та ситуації на фінансових ринках в умовах глобалізації, ускладнюється визначення єдиних стратегічних цілей та пріоритетів при залученні та використанні зовнішніх запозичень. Крім того, вимога щодо обмеження доступу до фінансування за рахунок НБУ виконується лише частково. Незважаючи на те, що фінансування за рахунок НБУ в Україні законодавчо заборонено, що загалом відповідає міжнародним стандартам, опосередковане фінансування за рахунок цієї установи здійснюється досить активно. Вказані фактори стають на заваді досягненню належної практики за цим параметром.

Водночас при проведенні боргової політики у рамках моніторингу державного боргу, прогнозування та планування боргових потоків і управління ризиками вкрай важливим є високий ступінь узгодженості з фіскальною (податково-бюджетною) політикою. Проведена нами оцінка цього показника для України дала можливість встановити невідповідність вимогам належної практики за критерієм «доступності ключових макроекономічних змінних та періодичності проведення аналізу боргової стійкості (АБС)». Головним орієнтиром при формуванні середньострокових прогнозів динаміки державного боргу залишається закріплений у Бюджетному кодексі відносний граничний рівень державного боргу (не більше 60 % від ВВП). Прогнози державного боргу не містять опису аналізу чутливості базових показників заборгованості до різких змін процентних ставок та валютних курсів тощо, що є необхідною умовою для досягнення середньої бальної оцінки «В» згідно з методикою ОЕУДБ.

Перейдемо до розгляду третього блоку показників – «Державні запозичення та пов'язана з ними фінансова діяльність» (табл. 1.9). Відповідно до належної міжнародної практики до першочергових завдань органу з управління боргом, що відповідає за зовнішні запозичення, відносять:

- підтримку контактів з державним органом, що відповідає за формулювання проекту;

Таблиця 1.8

## Показники узгодженості з макроекономічною політикою

Параметри оцінювання	Ключові (мінімальні) вимоги	Документи, необхідні для проведення оцінювання
<p><b>6. Узгодженість з податково-бюджетною політикою (бальна оцінка для України – «С»)</b></p> <p>а) надання точних та своєчасних прогнозів обслуговування боргу за різними сценаріями;</p> <p>б) доступність ключових макрозмінних і аналізу боргової стійкості та періодичність проведення такого аналізу</p>	<p>Ключові (мінімальні) вимоги</p> <p>а) у рамках підготовки бюджету (щорічно) надаються прогнози обслуговування боргу;</p> <p>б) ключові макрозмінні та аналіз боргової стійкості надаються урядом органу, відповідальному за управління ДБ (Департаменту боргової та міжнародної фінансової політики)</p>	<p>Документи, необхідні для проведення оцінювання</p> <p>України – «С»)</p> <p>Копія інформації, якою обмінуються орган, відповідальний за управління ДБ, та органи, відповідальні за проведення податково-бюджетної політики; копії останніх документів, які містять ключові макрозказники та аналіз боргової стійкості</p>
<p><b>7. Узгодженість з грошово-кредитною політикою (бальна оцінка для України – «В»)</b></p> <p>а) чіткий розподіл операцій з управління ДБ та грошово-кредитної політикою;</p> <p>б) узгодженість дій за рахунок постійного обміну інформацією;</p> <p>в) ступінь обмеженості прямого доступу до ресурсів за рахунок національного банку</p>	<p>Ключові (мінімальні) вимоги</p> <p>а) законодавчо визначений ліміт доступу до фінансування за рахунок національного банку;</p> <p>б) існує обмін інформацією щодо поточних та майбутніх боргових операцій (принаймні, раз на місяць);</p> <p>в) Національний банк повідомляє уряд та ринок про боргові операції як агент, що діє від імені Уряду</p>	<p>Документи, необхідні для проведення оцінювання</p> <p>України – «В»)</p> <p>Копія інформації, якою обмінуються орган, відповідальний за управління ДБ, та Національний банк; копія агентської угоди між ними; копія Закону про національний банк</p>

Складено за: The Debt Management Performance Assessment (DeMPA), Tool World Bank, 2009 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://siteresources.worldbank.org/INT/DEBTDDEPT/Resources/468980-184253591417/GDM-PMF.pdf>.

Таблиця 1.9

## Показники державних запозичень та пов'язана з ними фінансова діяльність

Параметри оцінювання	Ключові (мінімальні) вимоги	Документи, необхідні для проведення оцінювання
<b>8. Запозичення на внутрішньому ринку (бальна оцінка для України – «В»)</b>		
<p>а) ступінь використання ринкових механізмів для розміщення облігацій; публікація планів щодо розміщення; підготовка річного плану щодо обсягів запозичень на внутрішньому ринку;</p> <p>б) наявність та якість документально зафіксованих процедур запозичень на внутрішньому ринку</p>	<p>а) уряд виходить на внутрішній ринок, використовуючи ринкові інструменти для розміщення не менш ніж 90 % прогнозного обсягу запозичень; готує й публікує план запозичень, наймні на місяць вперед;</p> <p>б) інформація щодо умов для кожного інструменту, процедур запозичень та критеріїв доступу на первинний ринок доступна за запитом</p>	<p>Копія інформаційного меморандуму для кожного інструменту; копія операційних процедур для інвесторів або учасників первинного ринку; копія програми випуску внутрішніх облігацій або казначейських векселів</p>
<b>9. Запозичення на зовнішньому ринку (бальна оцінка для України – «В»)</b>		
<p>а) ступінь оцінки умов на предмет того, чи є вони найвигіднішими та найефективнішими з точки зору витрат;</p> <p>б) наявність та якість документально оформлених процедур для зовнішніх запозичень;</p> <p>в) наявність і ступінь участі юридичних радників до моменту підписання договору про позику</p>	<p>а) складається щорічний план зовнішніх запозичень, що включає оцінку найефективніших із точки зору витрат умов зовнішніх запозичень, які можуть бути залучені від потенційних кредиторів;</p> <p>б) наявні документально оформлені внутрішні процедури для всіх зовнішніх запозичень;</p> <p>в) юридичні радники беруть участь перед завершенням переговорного процесу щодо укладення правових угод, пов'язаних із запозиченням</p>	<p>Копії документально оформлених процедур запозичень на зовнішньому ринку; копія останнього аналізу найефективніших із точки зору витрат умов; копія зразка резюме умов, які заповнюються після закінчення договору позики</p>

Закінчення табл. 1.9

Параметри оцінювання	Ключові (мінімальні) вимоги	Документи, необхідні для проведення оцінювання
<b>10. Гарантії за кредитами, передача кредитів та похідні фінансові інструменти (бальна оцінка для України – «С»)</b>		
<p>а) наявність і якість документально оформленої політики та процедур затвердження та видачі центральним урядом гарантій за кредитами;</p> <p>б) наявність і якість документально оформленої політики та процедур передачі запозичених коштів урядом;</p> <p>в) наявність системи управління боргом, у складі якої є підрозділи, що займаються операціями з похідними фінансовими інструментами, та наявність і якість документально оформлених процедур використання похідних фінансових інструментів</p>	<p>а) наявні документально оформлені політика і процедури затвердження і видачі гарантій за кредитами;</p> <p>б) наявні документально оформлені політика і процедури затвердження та видачі кредитів за рахунок позичкових коштів;</p> <p>в) наявна система управління боргом, яка включає підрозділи, що займаються операціями з похідними фінансовими інструментами. Крім того, є документально оформлені процедури використання похідних фінансових інструментів</p>	<p>Копія операційних наказів щодо видачі гарантій за кредитами, включаючи методику розрахунку комісії за видачу гарантій; копія документів стосовно механізму управління ризиками, політики й процедури, а також генеральної угоди з операцій та управління похідними фінансовими інструментами; копія зразків резюме умов, які були складені для операцій з похідними фінансовими інструментами</p>

Складено за: The Debt Management Performance Assessment (DeMPA), Tool World Bank, 2009 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://siteresources.worldbank.org/INT/DEBTDEPT/Resources/468980-184253591417/GDM-PMF.pdf>.

- визначення кредитора, який може запропонувати найвигідніші або найоптимальніші умови для зовнішнього запозичення;
- проведення переговорів з питань умов позики з цим кредитором (включаючи питання валюти, строків, процентної ставки та комісій);
- остаточне доопрацювання всієї документації щодо позики.

Перед будь-якою емісією державних цінних паперів, як правило, потрібно реалізувати програму побудови відносин з інвесторами, що включає «роуд-шоу» та зустрічі з фінансовими інститутами, рейтинговими агентствами та інвесторами. Остаточна ціна, умови і терміни випуску узгоджуються, коли на ринку складаються сприятливі умови для емісії державних цінних паперів. Крім того, при здійсненні запозичень та укладенні кредитної угоди висуваються обов'язкові вимоги щодо:

- формулювання важливих положень до боргових інструментів, зокрема чіткі визначення випадків дефолту, особливо якщо ці випадки виходять за рамки невиконання платежів за відповідними зобов'язаннями (наприклад, перехресний дефолт і перехресне пред'явлення фінансових інструментів до дострокового погашення);
- передбачення застереження про суверенний імунітет;
- проведення детального аналізу зобов'язань країн щодо розкриття інформації (оскільки вони можуть змінюватися залежно від ринкових умов).

Згідно з ґрунтовною оцінкою, проведеною нами для показників третього блоку методики, наведеної у табл. 1.9, більшість із встановлених міжнародною практикою вимог до здійснення державних запозичень на зовнішньому та внутрішньому ринку вже виконується в Україні, проте стан їхнього виконання відповідає лише бальній оцінці «В» – стан між мінімальними вимогами та належною практикою. Водночас показник «гарантії за кредитами, передача кредитів та похідні фінансові інструменти» має найнижчу бальну оцінку серед інших показників цієї групи (оцінка «С»). Тому зупинимось на аналізі цього показника докладніше.

Для забезпечення високої ефективності управління державним боргом усі процедури ухвалення та видачі державних гарантій мають бути оформлені документально. Відповідальність за підготовку та видачу гарантій за кредитами має покладатися на єдиний орган, який зобов'язаний:

- а) оцінювати і визначати вартість кредитного ризику з обов'язковим розрахунком комісії за видачу гарантії, що покриває кредитний ризик;



- б) зменшувати фінансові наслідки дефолту або подій, що передують цьому;
- в) здійснювати моніторинг ризиків протягом періоду дії гарантії;
- г) координувати процес здійснення запозичень під державні гарантії;
- д) вести належний облік державних гарантії.

На жаль, сьогодні в Україні є суттєві проблеми з належним виконанням кожних із цих п'яти функцій, при цьому функції (б) та (в) майже не виконуються. Залишається остаточно неврегульованою низка питань, пов'язаних із наданням державних гарантії, зокрема щодо: процедури формування системи звітності та обліку державних гарантії; форм надання державних гарантії; процедур і критеріїв відбору проектів для отримання державних гарантії, визначення їхніх граничних обсягів і умов надання урядом; обмеження на використання коштів, отриманих під державні гарантії; відповідальність позичальників. Досі не ухвалено закон щодо порядку погашення простроченої заборгованості суб'єктів господарювання перед державою за кредитами, залученими державою під державні гарантії.

Водночас важливим кроком для підвищення ефективності управління державними гарантіями стало ухвалення Постанови Кабінету Міністрів України «Про затвердження Положення про управління ризиками, пов'язаними з наданням державних гарантії, та розподіл таких ризиків між державою, кредиторами та позичальниками» від 23.02.2011 № 131. Цим документом була зроблена спроба визначити механізм управління ризиками, пов'язаними з наданням державних гарантії, та розподілу таких ризиків між державою, кредиторами і позичальниками, що відповідає міжнародній практиці.

Окремо зазначимо, що вимоги належної практики управління державним боргом щодо десятого показника за параметрами «Б» та «В», зазначені у табл. 1.9, наразі не виконуються.

Четвертий блок відповідно до методики ОЕУДБ містить лише один показник – «Прогнозування грошових потоків та управління залишками грошових коштів», параметри оцінки та мінімальні вимоги щодо якого містяться в табл. 1.10.

Як правило, органу, відповідальному за управління боргом, необхідна інформація щодо загального рівня одноденних залишків грошових коштів або коштів у розрахунках з метою ухвалення рішень, пов'язаних із запозиченнями та обслуговуванням боргу, а також забезпечення відповідності обсягів коштів у розрахунках рівню або діапазону встановле-

Таблиця 1.10

## Прогнозування грошових потоків та управління залишками грошових коштів

Параметри оцінювання	Ключові (мінімальні) вимоги	Документи, необхідні для проведення оцінювання
<b>1.1. Прогнозування грошових потоків та управління залишками грошових коштів (бальна оцінка для України – «B»)</b>		
а) ефективність складання прогнозів загального рівня залишків грошових коштів на банківських рахунках уряду; б) ефективність управління сукупними залишками грошових коштів на банківських рахунках уряду, зокрема, ступінь їхньої інтеграції з програмою запозичень	а) надійні щомісячні прогнози тижневого рівня залишків грошових коштів на банківських рахунках уряду надаються відповідальному за управління ДБ органу до початку відповідного місяця; б) уряд управляє своїми грошовими коштами в обсязі, що перевищує цільовий показник, принаймні на щомісячній основі, за допомогою їхнього інвестування на ринку або в центральному банку під ринкові ставки	Дані стосовно сукупних щоденних залишків грошових коштів на банківських рахунках уряду; зразки прогнозів потоків грошових коштів; зразки прогнозів загального рівня ододенних залишків грошових коштів на банківських рахунках уряду

Складено за: The Debt Management Performance Assessment (DeMPA), Tool World Bank, 2009 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://siteresources.worldbank.org/INTDEBTDEPT/Resources/468980-184253591417/GDM-PMF.pdf>.

них політикою уряду. Тому цьому органу необхідно одержувати точні та своєчасні прогнози потоків грошових коштів уряду та інформацію щодо залишків коштів на рахунках на кінець дня. Якщо на рахунках уряду сформується надлишкова ліквідність, вона може бути використана для інвестування або викупу державного боргу за допомогою таких операцій, як укладення угод зворотного викупу або викупу казначейських векселів. Якщо в уряді є можливість отримати кредит у національного банку (наприклад, за допомогою механізму отримання коштів на покриття бюджетних витрат або овердрафту), показник коштів у розрахунках повинен включати сальдо щодо механізму отримання такого кредиту.

Аналіз, проведений нами щодо цього показника, здійснювався за двома критеріями:

- ефективність складання прогнозів загального рівня залишків грошових коштів на банківських рахунках уряду;
- ефективність управління сукупними залишками грошових коштів на банківських рахунках уряду, зокрема, ступінь їхньої інтеграції з програмою запозичень.

У результаті за вказаними критеріями нами була встановлена бальна оцінка на рівні «В». Зокрема, Міністерство фінансів України регулярно одержує інформацію щодо залишків грошових коштів на банківських рахунках уряду, а розміщення ОВДП відбувається на щотижневій основі. Водночас у країнах з належною практикою управління державним боргом, зокрема у Нідерландах, спеціальний підрозділ міністерства фінансів одержує зазначені дані на щоденній основі (зокрема, у день проведення емісії державних цінних паперів).

Наостанок розглянемо основні параметри та результати оцінки показників останніх двох блоків методики: «Управління операційними ризиками» та «Облікові документи та звітність щодо боргу». Згідно з табл. 1.11 та Додатком П із чотирьох показників цих категорій лише за показником «Облікові документи» Україна наблизилась до виконання належної міжнародної практики.

Водночас показник «Розподіл обов'язків та кадровий потенціал» має найнижчу бальну оцінку («С»). Отже, цей напрям управління державним боргом потребує більшої уваги. Зокрема, наразі не виконується вимога щодо наявності кодексу поведінки та інструкції з запобігання конфлікту інтересів, які періодично переглядаються та актуалізуються.

**Оцінка показників управління операційними ризиками,  
облікових документів та звітності щодо боргу для України**

Параметри оцінювання	Оцінка
<b>12. Адміністрування боргу та безпека даних</b>	В
<ul style="list-style-type: none"> <li>а) наявність і якість документально оформлених процедур щодо обробки обслуговування боргу;</li> <li>б) наявність і якість документально оформлених процедур обліку і перевірки правильності даних про борг, а також зберігання угод та документації, пов'язаної з адмініструванням боргу;</li> <li>в) наявність і якість документально оформлених процедур контролю за доступом до системи обліку даних про борг уряду та управління ним;</li> <li>г) періодичність копіювання даних і безпечне зберігання резервних копій систем обліку боргу та управління ним поза будівлею, де розташовані ці системи</li> </ul>	
<b>13. Розподіл обов'язків та кадровий потенціал</b>	С
<ul style="list-style-type: none"> <li>а) розподіл обов'язків щодо певних ключових функцій та наявність підрозділу, що відповідає за моніторинг ризиків та дотримання норм;</li> <li>б) управління кадровим потенціалом і людськими ресурсами;</li> <li>в) наявність плану управління операційними ризиками, включаючи плани безперебійної роботи та аварійно-відновлювальних робіт</li> </ul>	
<b>14. Облікові документи</b>	А
<ul style="list-style-type: none"> <li>а) повнота і своєчасність внесення облікових записів щодо боргу;</li> <li>б) повнота та актуальність облікових записів стосовно власників державних цінних паперів у системі ведення реєстру цінних паперів</li> </ul>	
<b>15. Звітність щодо боргу</b>	В
<ul style="list-style-type: none"> <li>а) дотримання нормативних і договірних вимог щодо надання звітності з боргових питань усім користувачам всередині країни та за її межами;</li> <li>б) дотримання нормативних і договірних вимог до надання звітності щодо сукупного боргу нефінансового державного сектору і гарантіям за кредитами всім користувачам всередині країни та за її межами;</li> <li>в) якість і своєчасність публікації бюлетеня статистики щодо боргу центрального уряду (або аналогічного документа)</li> </ul>	

Складено за: The Debt Management Performance Assessment (DeMPA), Tool World Bank, 2009 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://siteresources.worldbank.org/INTDEBTDEPT/Resources/468980-184253591417/GDM-PMF.pdf>.

Також відповідно до належної практики відповідальним органам слід звертати особливу увагу на пом'якшення операційного ризику і контроль над цим ризиком, що визначається як «ризик збитків у результаті неадекватності або неправильної роботи внутрішніх процедур, людей і систем або в результаті впливу зовнішніх факторів». Необхідно розробити план безперебійної роботи та аварійно-відновлювальних робіт для ліквідації негативного впливу основних операційних ризиків. Бажано, щоб також були документально оформлені інструкції щодо загального управління операційними ризиками.

Зважаючи на викладене, оцінка ефективності управління державним боргом України, проведена нами на основі методики ОЕУДБ, дала змогу виявити слабкі місця системи управління державним боргом з точки зору належної міжнародної практики та визначити основні напрями вдосконалення такої системи в нашій державі, зокрема, зовнішнім державним боргом, які будуть запропоновані нами в останньому пункті цього розділу.

Разом із тим, з огляду на сучасні тенденції у сфері міжнародних кредитних відносин, глобальні виклики та досвід країн, що найбільше постраждали від останньої фінансової кризи, на нашу думку, сама методика оцінки ефективності управління державним боргом потребує вдосконалення. У зв'язку з цим пропонуємо внести низку змін до розглянутої методики:

- доповнити перший блок «Загальні засади управління й розробка стратегії» показником «Підтримка позитивного кредитного рейтингу країни»;
- створити окремих блок «Узгодженість політики зовнішніх державних запозичень з політикою зовнішніх запозичень корпоративного сектору»;
- блок «Управління операційними ризиками» розширити показниками для різних видів ризиків і перейменувати на загальнішу назву «Управління ризиками»;
- перейменованій блок «Управління ризиками» доповнити показниками: «Управління ризиками умовних зобов'язань», «Управління фінансовими ризиками», «Управління ризиками ліквідності», «Управління валютними ризиками», «Управління іншими ризиками»;
- показник «Адміністрування боргу і безпека боргу» блоку «Управління ризиками» доповнити новим критерієм для оцінки «Якість інформаційної системи управління».

Як підсумок, на рис. 1.5 представлено оновлену структуру показників для методики ОЕУДБ з урахуванням зазначених змін і авторського бачення (Фурманець К. Л.).

### 1.7. ПРОБЛЕМИ КОНКУРЕНТОСПРОМОЖНОСТІ ФІНАНСОВОГО СЕКТОРУ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ

До числа найважливіших інституцій фінансового сектору можна віднести здорове конкурентне середовище. «Конкуренція постійно змушує організації інвестувати в навички і знання, щоб вижити. Навички і знання, котрих набували індивіди і організації, формуватимуть знання альтернативних можливостей, а отже, і вибору, який змінить інститути. Тому сильна конкуренція між організаціями прискорює процес інституційних змін»<sup>74</sup>. Свого часу варто було дослухатися до думки лауреата Нобелівської премії з економіки Л. Клейна про те, що для формування ринку конкуренція має важливіше значення, ніж приватизація. Тому перша має розвиватись випереджаючими темпами і тим самим забезпечувати умови для другої<sup>75</sup>. Інакше приватизація створює монополістичні структури, які закривають дорогу до конкурентного ринку, що і відбулося в Україні. Конкурентна поведінка з'явилася після лібералізації української економіки із забезпеченням відповідним законодавством і структурами. Однак головна проблема полягає в тому, що жодне, навіть найкраще законодавство, не може стати на перешкоді антиконкурентній практиці. Досвід переконує, що закон можна обійти через добре вкорінені норми неформальних угод (наприклад, між власниками акцій, що перебувають у змішаній власності), коли монопольну змову важко виявити. Відомо, що в умовах олігархічної економіки вагомішу роль відіграють промислово-фінансові групи (ПФГ), аніж фінансові інститути, оскільки ПФГ мають широкий доступ до інформації і вплив на владу, що поряд з можливістю перерозподілу коштів у середині групи, багато у чому замінює функції фінансових інститутів.

<sup>74</sup> Норт Д. Пять тезисов об институциональных изменениях / Д. Норт // Квартальный бюллетень клуба экономистов. – 2000. – Вып. 4. – С. 3–15. – С. 3.

<sup>75</sup> Клей Л. Что мы, экономисты, знаем о переходе к рыночной экономике? / Л. Клей // Реформы глазами американских и российских учёных. – М. : Российский экономический журнал – Фонд «За экономическую грамотность», 1996. – С. 75–86.



Рис. 1.5. Оновлена структура показників для методики ОЕУДБ

Складено автором.

Щодо конкурентного інституційного середовища у фінансовому секторі економіки, то воно, власне, формується за рахунок діяльності різноманітних фінансових інститутів. При цьому конкурентоспроможність фінансового сектору економіки є складною і багаторівневою системою економічних відносин, що утворюється в результаті конкурентної боротьби між суб'єктами цього сектору економіки з приводу домінування на основі ефективного використання власного потенціалу, наявних переваг і ринкової кон'юнктури, в рамках яких відбувається акумуляція і перерозподіл фінансових ресурсів з метою задоволення потреб споживачів фінансових послуг. Варто визнати, що її економічний зміст «полягає в комплексному поєднанні факторів формування його ліквідності, доходності, ризикованості та інвестиційної привабливості, що інтегровано визначає переваги і недоліки цього фінансового сектора порівняно з іншими національними ринками у складі світового фінансового ринку»<sup>76</sup>.

Для оцінки конкурентоспроможності фінансового сектору економіки України скористаємося рейтингами та звітами міжнародних організацій, – Індексом глобальної конкурентоспроможності (ІГК) і Індексом фінансового розвитку (ІФР) Світового економічного форуму (World Economic Forum), Індексом економічної свободи (The Heritage Foundation & The Wall Street Journal), Індексом сприйняття корупції Міжнародної світової організації з боротьби із корупцією Transparency International (The Global Corruption Barometer Report), які визнані авторитетними джерелами. У всіх цих світових рейтингах Україна демонструє нині регрес, що передусім пов'язано з інституційними трансформаціями. Практично в усіх рейтингах позиції країни знижені через зростаючу корупцію, рівень якої є одним із найвищих в Європі.

У Звіті з глобальної конкурентоспроможності остання тлумачиться як конфігурація інституцій, політики і чинників, які визначають рівень продуктивності країни. У період, що безпосередньо передував світовій фінансовій кризі, відбувалося зростання рівня конкурентоспроможності економіки країни – у 2007 р. 73-тє місце серед 131 країни, у 2008 р. – 72 серед 234 країн. Прямим наслідком кризи стало зниження конкурентоспроможності вітчизняної економіки і досягнення 89-го місця у 2010–

<sup>76</sup> Боярко І. М. Конкурентоспроможність фінансового сектору України в сучасних умовах глобалізаційного розвитку / І. М. Боярко, А. А. Гриценко // Вісник Університету банківської справи НБУ. – 2011. – № 2 (11) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://archive.nbuv.gov.ua/portal/soc\\_gum/VUbsNbU/2011\\_2](http://archive.nbuv.gov.ua/portal/soc_gum/VUbsNbU/2011_2).



2011 рр. Значення показника у 4,05 ІГК у 2013–2014 р.<sup>77</sup> свідчить, що рейтинг України знизився на 11 позицій (найгірший світовий показник) і посідає 84-те місце із 148 (табл. 1.12). Суттєве зниження спостерігається і в інших країнах – Чеській Республіці (+7), Литві (+3), Албанії (+6). Україна суттєво відстає від таких країн, як Естонія, Польща, Литва, Казахстан і Грузія, демонструючи значне відставання від середньосвітового ІГК.

Проблема впливу фінансової кризи на конкурентоспроможність національної економіки є темою окремого дослідження, особливо якщо враховувати відмінності між країнами. Як показує детальний огляд вітчизняних показників, що складають компоненти індексу, їхне погіршення пов'язане насамперед з ними усіма (окрім охорони здоров'я й освіти,

Таблиця 1.12

### Порівняння змін ІГК України і деяких інших країн

Країна	Рейтинг країни				
	2013–2014	2012–2013	2011–2012	2010–2011	2009–2010
Швейцарія	1	1	1	1	1
США	5	7	5	4	2
Китай	29	29	26	27	29
Естонія	32	34	33	33	35
Чеська Республіка	46	39	38	36	31
Польща	42	41	41	39	46
Литва	48	45	44	47	53
Індія	60	59	56	51	49
Казахстан	50	51	72	72	67
Албанія	95	89	78	88	96
<b>Україна</b>	<b>84</b>	<b>73</b>	<b>82</b>	<b>89</b>	<b>82</b>
Грузія	72	77	88	93	90
Вірменія	79	82	92	98	97
Чад	148	139	142	139	131
<i>Кількість країн у вибірці</i>	<i>148</i>	<i>144</i>	<i>142</i>	<i>139</i>	<i>133</i>

Джерело: The World Economic Forum [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.welforum.org](http://www.welforum.org).

<sup>77</sup> Індекс вимірюється за шкалою від 1 (найгірший результат) до 7 (найкращий результат).

ефективності корпоративної поведінки, захисту прав інвесторів, інфраструктури), тобто інституціями, макроекономічною стабільністю, ефективністю товарних, фінансових ринків і ринку праці, конкурентоспроможністю бізнесу, а також інновативністю (табл. 1.12 і табл. 1.13).

За наведеними оцінками, у 2013 р. ситуація з інституційним розвитком залишається ключовою проблемою в Україні. З 2009 р. за цим ком-

Таблиця 1.13

### Динаміка позицій України у розрізі складових Індексу глобальної конкурентоспроможності

Складові індексу (групи)		2012–2013	2012–2013	2011–2012	2010–2011	2009–2010
<i>Кількість країн</i>		148	144	142	139	133
<b>Базові умови</b>	<b>Інституції</b>	<b>137</b>	<b>132</b>	<b>131</b>	<b>134</b>	<b>120</b>
	Права власності	143	134	137	135	127
	Захист інтелектуальної власності	133	120	117	113	108
	Суспільна довіра до політиків	117	120	115	122	105
	Нерегулярні платежі та хабарі	130	133	134	127	123
	Незалежність судової влади	139	124	134	134	123
	Фаворитизм у рішеннях державних службовців	133	119	95	127	109
	Марнотратство державних витрат	143	128	125	131	114
	Тягар державного регулювання	137	135	130	125	108
	Ефективність правових рамок у вирішенні спорів	144	141	138	138	130
	Прозорість політики уряду	130	123	116	114	107
	Витрати бізнесу на нейтралізацію злочинів і насильства	57	42	77	65	46
	Етична поведінка фірм	130	124	126	130	121
	Сила аудиту і звітності	130	122	133	128	117
	Ефективність корпоративної поведінки	103	113	106	90	127
	Захист інтересів міноритарних акціонерів	146	141	138	138	132
	Сила захисту прав інвесторів	100	94	93	93	110
	<b>Інфраструктура</b>	<b>68</b>	<b>65</b>	<b>71</b>	<b>68</b>	<b>78</b>
	<b>Макростабільність</b>	<b>107</b>	<b>90</b>	<b>112</b>	<b>132</b>	<b>106</b>
	<b>Охорона здоров'я та початкова освіта</b>	<b>62</b>	<b>62</b>	<b>74</b>	<b>66</b>	<b>68</b>

Закінчення табл. 1.13

Складові індексу (групи)		2012–2013	2012–2013	2011–2012	2010–2011	2009–2010
<i>Кількість країн</i>		148	144	142	139	133
<b>Фактори ефективності</b>	<b>Вища та професійна освіта</b>	<b>43</b>	<b>47</b>	<b>51</b>	<b>46</b>	<b>46</b>
	<b>Ефективність товарних ринків</b>	<b>124</b>	<b>117</b>	<b>129</b>	<b>129</b>	<b>109</b>
	<b>Ефективність ринку праці</b>	<b>84</b>	<b>62</b>	<b>61</b>	<b>54</b>	<b>49</b>
	<b>Розвинутість фінансового ринку</b>	<b>117</b>	<b>114</b>	<b>116</b>	<b>119</b>	<b>106</b>
	Наявність фінансових послуг	109	113	115	108	–
	Доступність фінансових послуг	126	111	123	122	–
	Фінансування за рахунок місцевого ринку капіталу	127	129	123	120	107
	Легкість отримання кредиту	116	107	128	130	87
	Доступність венчур. капіталу	120	106	114	121	91
	стійкість банків	143	142	141	138	133
	Регулювання фондових бірж	129	124	127	127	127
	<b>Технологічна готовність</b>	<b>94</b>	<b>81</b>	<b>82</b>	<b>83</b>	<b>80</b>
	<b>Обсяг ринку</b>	<b>38</b>	<b>38</b>	<b>38</b>	<b>38</b>	<b>29</b>
<b>Інновації</b>	<b>Конкурентоспроможність бізнесу</b>	<b>97</b>	<b>91</b>	<b>103</b>	<b>100</b>	<b>91</b>
	<b>Інновативність</b>	<b>93</b>	<b>71</b>	<b>74</b>	<b>63</b>	<b>62</b>

Складено за: The Global Competitiveness Report, World Economic Forum [Електронний ресурс]. – Редим доступу: <http://www.weforum.org/issues/global-competitiveness/index.html>.

понентом країна погіршила свій результат з 120 до 137, опинившись майже наприкінці рейтингу. Виходить, що розвиток фінансового сектору економіки України у 2013 р. призупинений насамперед через погіршення практично всіх інституцій: право власності (з 129 до 135), платежі та хабарі (з 123 до 130), незалежність судової влади (з 123 до 139), фаворитизм у рішеннях держслужбовців (з 109 до 133), тягар державного регулювання (з 108 до 137) марнотратство державних витрат (з 114 до 144), тягар державного регулювання (з 108 до 137), прозорість політики уряду (з 107 до 130), сила аудиту і звітності (з 117 до 130), захист прав міноритарних акціонерів (з 132 до 146). На 35 позицій опустилась ефективність ринку праці, 14 – технологічна готовність, 6 – конкурентоспроможність бізнесу, 31 (!) – інновативність.

Щодо розвинутості фінансового сектору, то всі його показники в ІГК мають тенденцію до зниження і є катастрофічними (рис. 1.6). Так, до-

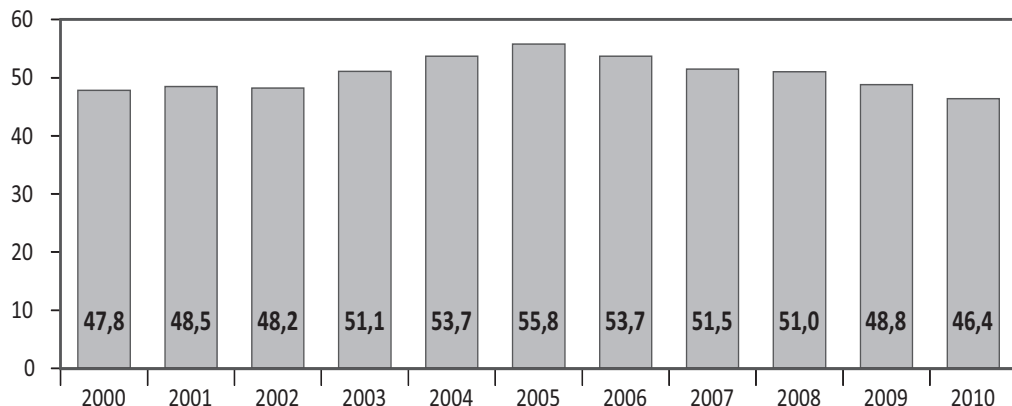


Рис. 1.6. Динаміка позицій України в ІГК у розрізі розвинутості фінансового ринку

Складено за: The World Economic Forum [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [www.welforum.org](http://www.welforum.org).

ступність фінансових послуг опустилась з 2009 р. на 4 позиції до 126, фінансування за рахунок місцевого ринку капіталу – на 20 до 127, легкість отримання кредиту – на 29 (!) до 116, доступність венчурного капіталу – на 29 (!) до 120, стійкість банків – на 10 до 143, регулювання фондових бірж – на 2 до 129.

Хоча всі складові ІГК безпосередньо пов'язані з економікою країн, очевидно, що вони чинитимуть різний вплив: найкращий шлях підвищити конкурентоспроможність для України відрізнятиметься від оптимального шляху, наприклад, для Німеччини через різні стадії розвитку. У табл. 1.14 наведено складові ІГК, які включають певні субіндекси. Значення кожного субіндексу тісно пов'язане з показником ВВП на душу населення.

У рамках доповіді Світового економічного форуму і Євразійського інституту конкурентоспроможності було здійснено вибірку із 25 країн, економіку яких у процесі аналізу конкурентоспроможності можна порівняти з Україною. На відміну від низьких показників у країні, світовий досвід доводить, що практично всі члени-лідери, які досягли найкращих показників в індексі, мають такі високо розвинуті інституції: відкриту ринкову економіку, переважання приватної власності за одночасного її захисту; ефективне податкове адміністрування, ефективні державні організації з низьким рівнем корупції, прозорі суспільні та фінансові інститути, надійні механізми контролю над державою і бюрократією, не-

Таблиця 1.14

**Значення основних субіндексів для кожної стадії  
розвитку економіки, %**

Субіндекс	Економіка, яка визначається		
	факторами виробництва	ефективністю	інноваціями
Базові умови	60	40	20
Фактори ефективності	35	50	50
Фактори інновацій	5	10	30

Джерело: От перераспределения благ к созданию процветания: выводы из Индекса глобальной конкурентоспособности (из доклада Всемирного экономического форума и Евразийского института конкурентоспособности) // Вопросы экономики. – 2011. – № 8. – С. 4–40.

залежну судову систему, мінімальний розрив між формальними і неформальними нормами соціальної поведінки (табл. 1.15).

За Індексом фінансового розвитку (Financial Development Index) Україна у 2012 р. погіршила свої позиції і перебувала на 59-му місці серед 62 країн (табл. 1.16).

ІФР розраховується за сімома основними критеріями, які поділені на певні блоки (рис. 1.7):

- 1) інституційне середовище (лібералізація фінансового сектору; корпоративне управління, нормативно-правове регулювання, виконання контрактів);
- 2) бізнес-середовище (людський капітал, податки, інфраструктура, витрати на ведення бізнесу);
- 3) фінансова стабільність (валютна стабільність, стабільність банківської системи, ризик кризи суверенного боргу);
- 4) банківські фінансові послуги (кількісні показники, показники ефективності, розкриття фінансової інформації);
- 5) небанківські фінансові послуги (активність ІРО, активність М&А, страхування, сек'юритизація);
- 6) фінансові ринки (валютні, ринки деривативів, фондовий, ринок облігацій);
- 7) доступ до фінансування (комерційне, роздрібне).

Практично всі вони мають тенденцію до зміщення у кінець рейтингу. Найгірші позиції демонструє інституційне середовище (60-те місце серед 62 країн), лібералізація фінансового сектору і корпоративне управління (з 50-го і 52-го місця у 2008 р. до 59-го місця у 2012 р.), нор-

**Стадії розвитку країн світу та умови  
їхньої конкурентоспроможності**

Стадія розвитку і ВВП на одну особу, дол. США	Країни на стадії розвитку	Умови конкурентоспроможності, %
<b>Стадія 1</b> (економіка, яка визначається факторами виробництва) < 2000	Бангладеш, Болівія, В'єтнам, Кенія, Киргизія, Пакистан	Базові умови (60), фактори ефективності (35)
Перехід від стадії 1 до стадії 2 2000–3000	Азербайджан, Венесуела, Вірменія, Індонезія, Іран, Казахстан, Україна	Базові умови (40–60), фактори ефективності (35–50)
<b>Стадія 2</b> (економіка, яка визначається ефективністю) 3000–9000	Бразилія, Китай, Малайзія, Мексика, ПАР, Туреччина	Базові умови (40), фактори ефективності (50)
Перехід від стадії 2 до стадії 3 9000–17 000	Естонія, Польща, Угорщина, Хорватія, Чилі	Базові умови (20–40), фактори ефективності (50), фактори інновацій (10–30)
<b>Стадія 3</b> (економіка, яка визначається інноваціями) > 17 000	Австралія, Великобританія, Ізраїль, Іспанія, Корея, Німеччина, Норвегія, США, Фінляндія, Франція, Чехія, Японія	Базові умови (20), фактори ефективності (50), фактори інновацій (30)

Джерело: От перераспределения благ к созданию процветания: выводы из Индекса глобальной конкурентоспособности (из доклада Всемирного экономического форума и Евразийского института конкурентоспособности) // Вопросы экономики. – 2011. – № 8. – С. 4–40.

мативно правове регулювання (погіршення на 8 позицій до 57-го, у тому числі регулювання фондових бірж на 9 до 61-го), податки (на 13 позицій до 59-го), фінансова стабільність (на 9 до 60-го), частота банківських криз (на 48 до 60-го місця). При цьому покращилися показники: ступеня стимулювальних винагород (на 22 до 25-го місця), якості математичних і природничих наук (на 6 до 19-го), зовнішнього показника вразливості (на 8 до 29-го), стабільності банківської системи (на 13 до 39-го місця).

Таблиця 1.16

## Порівняння змін ІФР України і деяких інших країн

Країна	Рейтинг країни				
	2008	2009	2010	2011	2012
Гонконг, Китай	8	5	3	1	1
США	1	3	1	2	2
Великобританія	2	1	2	3	3
Сінгапур	10	4	4	4	4
Австралія	11	2	5	5	5
Канада	5	6	6	6	6
Японія	4	9	9	8	7
Швейцарія	7	7	8	9	8
Німеччина	3	12	13	14	11
Чеська Республіка	35	33	33	34	35
Польща	41	39	35	33	37
Казахстан	45	47	49	46	47
<b>Україна</b>	<b>51</b>	<b>53</b>	<b>53</b>	<b>54</b>	<b>59</b>
Венесуела	52	55	56	59	62
<i>Кількість країн у вибірці</i>	52	55	57	59	62

Джерело: The World Economic Forum [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.welforum.org](http://www.welforum.org).

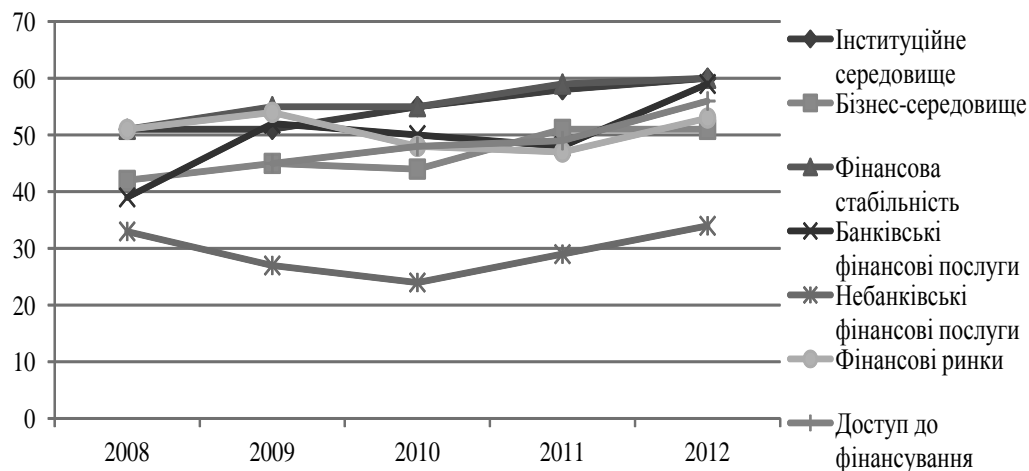


Рис. 1.7. Динаміка позицій України за основними критеріями ІФР

Складено за: The World Economic Forum [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.welforum.org](http://www.welforum.org).

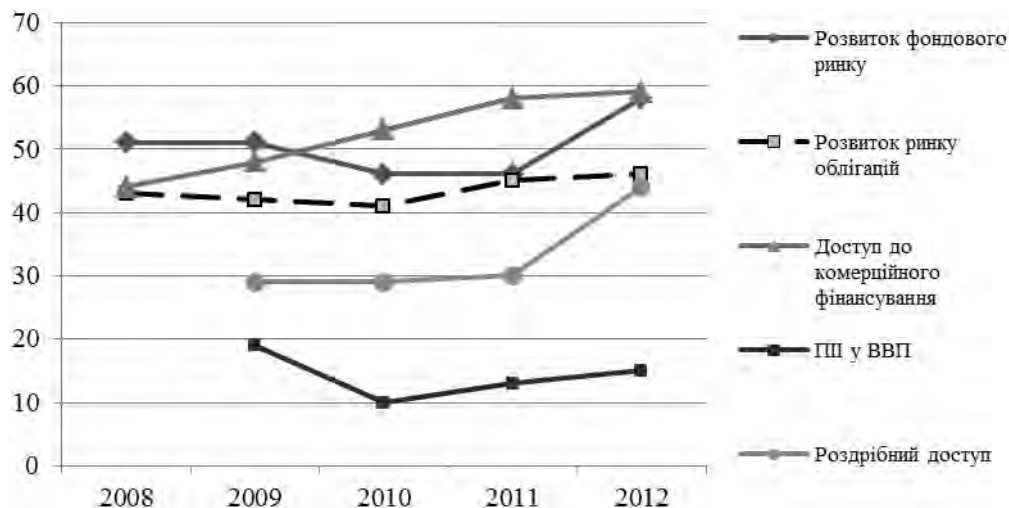


Рис. 1.8. Динаміка позицій України за показниками банківських і небанківських фінансових послуг у ІФР

Складено за: The World Economic Forum [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.welforum.org](http://www.welforum.org).

Щодо банківських фінансових послуг (рис. 1.8), то їхні показники мають негативні тенденції – зниження з 39-го до 59-го місця з 2008 до 2012 р. Катастрофічно виглядає показник їхньої ефективності зі зниженням на 41 позицію до 60-го, у тому числі агрегований показник рентабельності, накладні витрати банків, частка проблемних кредитів. Небанківські фінансові послуги мають не такі погані показники порівняно з банківськими – зниження лише на одну позицію до 34-го місця. Суттєво покращилися показники IPO, M&A, практично не змінились позиції страховиків. Фінансові ринки мають певне погіршення показників: фондовий ринок – на 7 позицій до 58-го із суттєвим зменшенням капіталізації, обсягів торгів і кількості лістингових компаній; ринок облігацій – на 3 до 46-го місця зі зниженням частки міжнародних і корпоративних облігацій у ВВП. Погіршується інвестиційний клімат і знижується доступ до фінансування, особливо венчурного, боргового, складніше отримати кредит (рис. 1.9).

Процес розвитку інституційних основ фінансового сектору щороку оцінюється ЄБРР. Пропонована ним бальна оцінка процесу переходу до ринку стала визнаним показником завдань, що стоять перед країнами за секторами економіки. Україна досягла певних успіхів у реформуванні



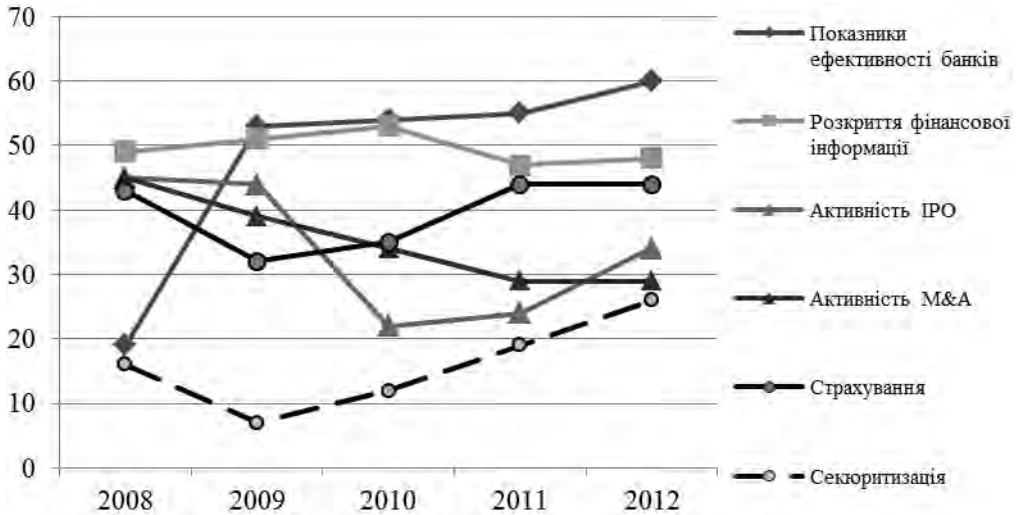


Рис. 1.9. Динаміка позицій України за показниками фінансових ринків і доступу до фінансування у ІФР

Складено за: The World Economic Forum [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.welforum.org](http://www.welforum.org).

фінансового сектору, особливо у галузі банківських послуг і ринків капіталу (табл. 1.17). Хоча банківська система достатньо капіталізована, після обов'язкової рекапіталізації 2009–2010 рр. баланси банків стали ослабленими великим обсягом неповернутих і реструктуризованих кредитів, на які станом на середину 2012 р. припадало 9,2 % загального обсягу кредитів.

Іншим показником, за яким можна оцінити потенціал розвитку фінансового сектору економіки України, є *Індекс економічної свободи* (The Heritage Foundation & The Wall Street Journal), у якому найкращий показник становить 100 % і включає в себе десять компонентів: регуляторну, торговельну, фіскальну, монетарну, фінансову політику, політику у сфері праці, втручання уряду, інвестиції, право власності, корупцію.

У 2013 р. Україна посіла 161-ше місце (зі значенням індексу 46,3 %) і погіршила свої позиції з 2005 р. на 63 пункти (рис. 1.10). Країна перебувала на останніх місцях з 43 країн Європи. Лідерами рейтингу стали Гонконг, Сінгапур, Австралія, Нова Зеландія і Швейцарія.

Після стрімкого покращання результату, починаючи з кінця 1990-х років, рейтинг України після 2005 р. стабільно рухається вниз. Але навіть

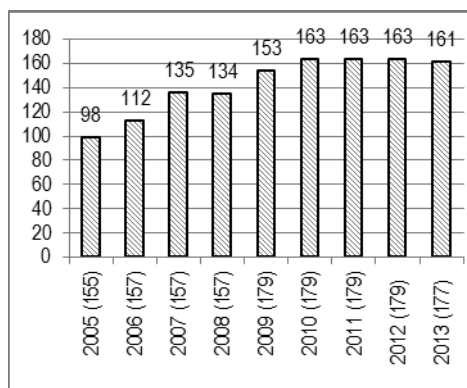
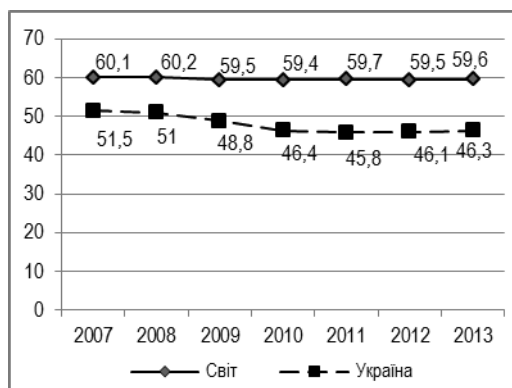
Таблиця 1.17

**Показники перехідного процесу у фінансовому секторі країн  
з перехідною економікою у 2012 р., бали\***

Країна	Банківські послуги	Страховання, інші фінансові послуги	Фінансування ММСП	Фонди прямих інвестицій	Ринки капіталу
Естонія	4–	3+	3	3–	3
Латвія	3+	3+	3	3–	3
Литва	3+	3+	3	2+	3
Польща	4–	4–	3	3+	4
Вірменія	2+	2	2+	1	1
Азербайджан	2	2	2	1	2+
Білорусь	2	2	2	1	2+
Грузія	3–	2	3	1	2–
Молдова	2+	2+	2	2–	2+
Україна	3–	2+	2	2	3–
Казахстан	3–	2+	2	2–	3

\* Оцінки подаються за п'ятибальною шкалою від 1 до 4+, де 1 відповідає практично будь-якому відходу від жорсткої централізованої планової економіки, а 4+ означає досягнення стандартів розвинутих країн.

Джерело: The European Bank Reconstruction and Development [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ebrd.com>.



**Рис. 1.10. Динаміка значень і позицій України  
в Індексі економічної свободи**

Складено за: The Index of Economic Freedom [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.heritage.org/index](http://www.heritage.org/index).

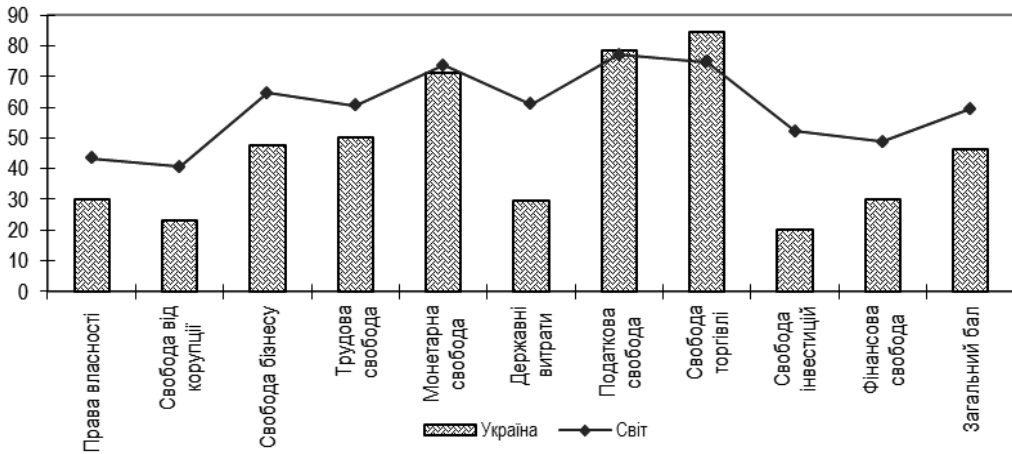


Рис. 1.11. Значення складових Індексу економічної свободи України у 2013 р.

Складено за: The Index of Economic Freedom [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.heritage.org/index](http://www.heritage.org/index).

найкращий результат країни – 55,8 %, якого вона досягла в 2005 р., був на 3,8 % нижчим за середньосвітове значення (59,6 %), тоді як у 2013 р. – нижчим вже на 13,3 %. Фактично за всіма складовими Індексу ми маємо показники нижчі за середньосвітові (рис. 1.11), окрім компонентів «Податкова свобода» (78,2 % (світовий рівень – 77,2 %) та «Свобода торгівлі» (84,4 % (74,7 %)).

Аналіз основних складових зведеного Індексу економічної свободи – 2013 свідчить про найбільш провальні дії щодо, зокрема: інвестицій (20,0 і 52,2 %) через обтяжливу бюрократію та правила, що стримують приплив ПІІ, заборону на володіння землею іноземними інвесторами; корупції (23 і 40,6 %) – проникнення у всі сфери суспільства, низький рівень зарплат у державному секторі; фінансової свободи (30 і 48,8 %). Остання насамперед стосується фінансового сектору економіки і оцінює п'ять напрямів: ступінь державного регулювання фінансових послуг, частку державної власності на фінансово-банківському ринку, рівень розвитку фінансового ринку, вплив держави на розподіл кредитів і відкритість ринку до міжнародної конкуренції. Низька оцінка фінансової свободи свідчить, що в Україні високий ступінь втручання держави у фінансову діяльність. Вітчизняні фінансові інститути зазнають перешкод у своїй діяльності, а діяльність іноземних значною мірою обмежена.

Після прийняття поправок, що стосуються банківської діяльності у 2006 р., приєднання до СОТ у 2008 р. і Східного партнерства ЄС у 2009 р. іноземним банкам і страховикам було дозволено відкривати свої філії. Відображаючи відсутність ефективності і глибини у фінансовій системі, розвиток внутрішнього ринку капіталу досі перебуває у стані зародження. Криза ліквідності, збільшення безнадійних кредитів і позик, що пов'язані з фінансовою кризою, зумовили отримання великої суми від МВФ. Уряд здобув контрольні пакети акцій у трьох із п'яти банків, які потерпали через фінансові труднощі, і розглядає націоналізацію інших.

Зазначимо, що наше ставлення до Індексу економічної свободи є не таким однозначним, адже країни з високим показником цього індексу – Ісландія, Ірландія, Сінгапур, Великобританія, країни Балтії зазнали найбільших втрат за роки останньої кризи. Проте це не стало на заваді 200 американським професорам опублікувати у лютому 2009 р. у *Wall Street Journal* лист, де вони виступають за повну відмову втручання держави в економіку, безперешкодне банкрутство банків і компаній, які потерпають від труднощів, оскільки ринок не можна поліпшити і регулювати, ризик хеджується за допомогою сучасних інформаційних технологій, а ринкові агенти приймають вірні рішення на базі своїх раціональних очікувань.

Для аналізу впливу неформальних інституцій на розвиток економіки, зокрема фінансового сектору, використовується Індекс сприйняття корупції, який щороку розраховується *Transparency International*<sup>78</sup>. Цей індекс показує, до якого ступеня бізнес стикається з корупцією серед чиновників в органах влади. Він набуває значення від 0 (найбільший рівень корупції) до 10 (найменший рівень). Результат, нижчий за 3 бали вважається «ганьбою нації», яка змушена жити у тотально корумпованій країні. У 2012 р. позиція України відповідала оцінці у 2,6 бала (рис. 1.12), у 2011 р. – 2,7; 144-те місце за рівнем корупції серед 176 країн світу (нижче немає жодної європейської країни, а серед колишніх соціалістичних країн – Киргизстан, Таджикистан, Узбекистан, Туркменістан).

Головними проблемами в країні стали: 1) бездіяльність Національного антикорупційного комітету при Президенті України, адже протягом 2012 р. продукувалися лише документи про зміни у його складі та

<sup>78</sup> The Transparency International [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.transparency.org>.

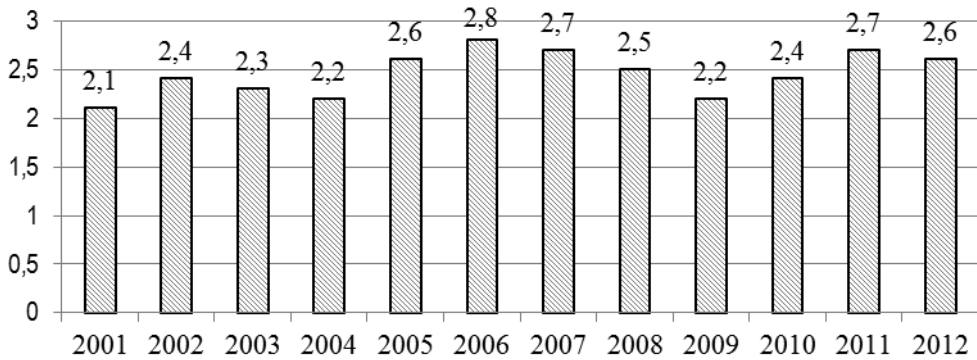


Рис. 1.12. Динаміка індексу сприйняття корупції в Україні, бали

Складено за: The Transparency International [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.transparency.org>.

оновлені підходи роботи без жодного засідання; 2) заявлені кошти на реалізацію Державної програми протидії корупції у 2011–2012 рр. так і не було виділено. «Вся історія боротьби проти корупції в Україні – це невідворотний шпагат між демократичною формою і феодалним змістом, між зобов'язаннями перед світовим суспільством і законами олігархічної економіки, в якій корупція відіграє головну роль... Все це – особливість нашої країни, де строгість будь-яких законів компенсується необов'язковістю їхнього виконання»<sup>79</sup>. Економічним підґрунтям корупції є сировинне переважання економіки, адже зі зростанням сировинної частки зростає корупція, і навпаки.

Вважається, що основними причинами виведення коштів фінансових установ в офшор є:

- 1) переведення коштів у готівку для придбання активів, що дешевшають, і виборчих компаній;
- 2) захист від посягань на власність: влада не зможе зачіпати міжнародну компанію, інакше це нанесе потужний удар інвестиційному клімату України, а справами займатиметься міжнародний суд;
- 3) виведення коштів із стресової зони у зону підвищеної стабільності;
- 4) так звана оптимізація оподаткування, проте справа не у високих ставках, а у тиску податкових органів;

<sup>79</sup> Слободчук С. Макет борьбы с коррупцией / С. Слободчук // Профиль. – 2011. – № 27(196) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.profil-ua.com/index.php?action=view&art\\_id=2819](http://www.profil-ua.com/index.php?action=view&art_id=2819).

5) бажання власників убезпечити себе від втечі інформації про свої реальні статки.

Загальні темпи поширення корупції в державі засвідчили необхідність рішучих кроків для порятунку країни та виходу з корупційної прірви. Вихід бачиться нам у таких заходах:

- 1) запровадження електронної реєстрації підприємств, реєстрації юридичних осіб на основі типового статуту;
- 2) боротьба з нелегальними фінансовими потоками у фінансовому секторі і зниження відпливу капіталів у офшори;
- 3) активізація антикорупційних судових процесів.

Загалом аналіз різноманітних світових рейтингів щодо фінансового сектору України дає можливість зробити такі висновки:

- механізм перерозподілу власності та обов'язки, які фіксуються системою контрактів, є найбільш глибоким джерелом довгострокового розвитку фінансового сектору;
- зі зростанням розвитку інституції приватної власності зростають інвестиції та ефективність фінансових ринків;
- зі збільшенням рівня корупції зменшуються можливості укріплення ринкових інституцій і конкурентних механізмів;
- недостатній розвиток фінансового сектору може збільшити розрив у темпах економічного розвитку між державами-лідерами і країнами, що позбавлені можливості використовувати потенціал сучасного наукового-технічного прогресу.

Розв'язання цих проблем пов'язане з глобальним інституційним середовищем, яке охоплює величезну сукупність традицій, норм поведінки, звичок, культурних стереотипів. Д. Норт зауважує: «Якщо бідні країни є бідними тому, що вони є жертвами інституційної структури, яка заважає зростанню, то питання полягає в тому, чи нав'язане це інституційне середовище ззовні чи детерміноване внутрішніми чинниками або є наслідком поєднання і того, і іншого?»<sup>80</sup>.

Останнім часом можна зустріти багато публікацій, де йдеться про «наздоганяючий розвиток» пострадянських економік. Маємо погодитись, що головне завдання такого розвитку полягає не просто у максимізації темпів економічного зростання, а в досягненні високих темпів реального наближення до переважного образу майбутнього, що розгля-

<sup>80</sup> Норт Д. Институты, институциональные изменения и функционирование экономики / Д. Норт ; пер. с англ. А. Н. Нестеренко ; предисл. и науч. ред. Б. З. Мильнера. – М. : Начала, 1997. – С. 171.

дається в його найважливіших, пріоритетних характеристиках. Українські дослідники доводять, що стратегія «наздоганяючого розвитку» може мати перспективу лише за умови стагнації країн-конкурентів, яка є сумнівною.

Наразі світова фінансова архітектура визначається такими сценаріями:

- 1) однополярна зі збереженням за США статусу лідера світової економіки;
- 2) мультиполярна – зниження частки США у світовому ВВП і випереджальний розвиток інших економічних центрів.

Другий сценарій є найбільш прогнозованим, адже відбувається поступове зниження частки США та інших розвинутих країн у світовому ВВП і глобальних фінансових активах, нарощення потенціалу Китаю, країн, що розвиваються (Азії і Латинської Америки), країн BRICS.

Згідно зі звітом PricewaterhouseCoopers «Banking in 2050»<sup>81</sup> вже у 2036 р. загальна вартість банківських активів у країнах E7 (Китай, Індія, Росія, Мексика, Бразилія, Індонезія, Туреччина) у 1,5 раза перевищить аналогічний показник G7 (Франція, Японія, Німеччина, Великобританія, Франція, Італія і Канада). У підсумку в 2050 р. світова вартість банківських активів сягне 300 трлн дол. США, а половина з них буде зосереджена у країнах, що розвиваються. Спрямованість інституційних реформ в Україні визначається європейським вектором розвитку. Йдеться про проголошення Україною стратегічної мети – поступової інтеграції до Європейського Союзу, а у перспективі – набуття країною статусу його повноправного члена. В інституційному аспекті це означає досить тривалий період серйозної, копіткої роботи з приведення у відповідність інституційних рамок фінансового сектору до європейських норм. На регуляторів покладаються завдання пристосування правил ЄС до національно-історичних та соціально-економічних особливостей вітчизняної економіки. Результативність інституційних трансформацій обумовлюватиметься ступенем узгодженості діючих норм із новими імпортованими інституціями.

Наразі концепція «кращої практики» за проектування будь-яких інституцій є настільки складною, що з країн, які розвиваються, стати розвинутими вдалося небагатьом. На думку П. Друкера, все, на що може розраховувати суспільство, яке взялось за розв'язання проблеми, – це

<sup>81</sup> PricewaterhouseCoopers [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.pwc.com>.

зняття обмежень, котрі цьому заважають. Справді, суттєвих результатів можна досягти не шляхом розв'язання проблем, а шляхом використання можливостей<sup>82</sup>.

Вагому роль у цих процесах має відіграти формування в Україні ринку інституцій, «який дозволяє індивідам обирати правила гри у їх співтоваристві. Через свої добровільні взаємодії індивіди оцінюють вже існуючі правила, визначають і перевіряють прийнятність нових. Важливою функцією цього конкурентного ринку виступає, виходить, заохочення інституційних інновацій і форм адаптивної поведінки»<sup>83</sup>. Якщо ринок певної інституції відсутній, тоді ми пропонуємо використовувати інкрементальний (поетапний) підхід, за якого «історія є значимою», на відміну від неокласичних моделей, де її не беруть до уваги. Інституціалізація в цьому випадку включатиме етапи:

- 1) моніторинг фінансової діяльності з визначенням стійких груп інтересів, можливих сил підтримки і опору;
- 2) пропонування декількох варіантів реформ у фінансовому секторі за обов'язкового публічного обговорення;
- 3) утвердження формальної моделі інституції (нормативно-правого акта), яке включає: формулювання цілей інституції, обґрунтування необхідності зміни попередньої інституції;
- 4) аналіз економічних та соціальних наслідків від її впровадження; розрахунок необхідних ресурсів для ефективної роботи інституції; програми моніторингу її поведінки, поінформування і навчання акторів, на яких розрахована інституція;
- 5) публічне обговорення проблем запровадження інституції в практику фінансової діяльності, розроблення і внесення необхідних змін.

І тут можна говорити про таке явище, як інституційна динаміка, що є формуванням правил, норм, процедур інституційних змін, готовності до них суб'єктів<sup>84</sup>. Додамо, що поява ринкових інституцій у фінансово-

<sup>82</sup> Цит. за: Решетило В. П. Синергетика потенційного й актуального в становленні і розвитку інституційних систем / В. П. Решетило // Економічна теорія. – 2006. – № 1. – С. 39.

<sup>83</sup> Pejovich S. The Market for Institutions Versus the Strong Hand of the State: The Case of Eastern Europe / S. Pejovich // Economic Institutions, Markets and Competition. – Cheltenham : Edward Elgar, 1996. – P. 117.

<sup>84</sup> Гриценко А. А. Особливості інституційної архітекτονіки українського суспільства ХХІ століття / А. А. Гриценко // Економіка України: стратегія і політика довгострокового розвитку / за ред. В. М. Гейця. – К. : Ін-ст. екон. прогноз. : Фенікс, 2003. – С. 161.



му секторі економіки не збігається у часі, через що вони досліджуються окремо одна від одної. Тому постає необхідність, наприклад, у розробленні банківського законодавства синхронно з іншими нормативно-правовими актами, передусім Господарським, Податковим, Бюджетним кодексами, а також законодавством у сфері недепозитних фінансових інститутів. Це зумовить вирівнювання темпів розвитку підсекторів сектору фінансових корпорацій України.

Наразі назріває необхідність повороту від архаїчного зміцнення держави як верховного суб'єкта, що протистоїть ринку капіталу як об'єкту управління, до виконання нею передусім координуючих і соціальних функцій. Решта функцій держави в процесі ринкової трансформації має переходити до інших виразників національних інтересів у фінансовому секторі, тобто до структур, які самоорганізуються і працюють у діалоговому режимі як по горизонталі, так і по вертикалі, як усередині країни, так і за її межами. Інституційні трансформації мають передбачати активну пропозицію інституцій державою, але з урахуванням попиту на них самих фінансових інститутів. Для держави набагато важливіше зосередитися на запобіганні небезпекам (систематичним ризикам), що трапляються на шляху інституційних перетворень, а також при створенні умов для ефективної роботи фінансових корпорацій/квзікорпорацій і відповідних інституцій.

## ВИСНОВКИ ДО РОЗДІЛУ 1

На сучасному етапі важливе місце у процесі розроблення та реалізації економічної політики держави займає гарантування її економічної безпеки, важливою складовою якої є боргова стійкість державних фінансів.

Боргова стійкість або стійкість державного боргу – це спроможність держави виконувати власні боргові зобов'язання, як поточні, так і майбутні, вчасно й у повному обсязі, уникаючи реструктуризації боргу, накопичення заборгованості за платежами і не вдаючись до значного коригування балансу доходів і витрат держави. Досить поширеною є й така точка зору: державний борг є стійким, якщо первинний баланс бюджету, необхідний для стабілізації рівня державного боргу за базовим сценарієм і при виникненні шоккових ситуацій, є досяжним з урахуванням політичних та економічних обмежень країни; при цьому розмір державного боргу має гарантувати утримання ризиків рефінансування боргу на мінімальному рівні і не створювати загроз для прогнозованих темпів зростання економіки.

В умовах глобалізації економіки наявність ефективної системи управління державними фінансами має фундаментальне значення для забезпечення стабільності національної бюджетної системи, а також загальної фінансової безпеки та стійкого економічного зростання кожної країни. Вона займає провідне місце в системі державного управління. Принципи і механізми, що лежать в її основі, є, з одного боку, фактором соціально-економічного розвитку країни, з другого, – ефективним інструментом державного регулювання.

Саме тому формування державної стратегії управління державним боргом спрямовується на узгодження напрямів політики у сфері управління державним боргом із напрямами бюджетної та грошово-кредитної політики. Удосконалення нормативно-правової бази з питань управління державним боргом, проведення аналізу та оцінки ризиків, пов'язаних із державним боргом, створюють умови для стримування обсягу державного боргу в довгостроковій перспективі та темпів його зростання.

Економіко-правовими механізмами забезпечення боргової стійкості державних фінансів, що стали досить поширеними у міжнародній практиці, є бюджетні правила. Бюджетні правила (включаючи боргові) – це законодавчі або нормативні обмеження довгострокового характеру на бюджетно-податкову політику у формі кількісних лімітів на основні бю-

джетні агрегати. Такі кількісні ліміти відображаються у національному законодавстві чи міжнародних договорах і є обов'язковими для виконання органами державної влади. Формування чітких інституційних рамок для бюджетної політики та запровадження нових бюджетних правил як у розвинутих країнах, так і в країнах, що розвиваються, є однією з найвиразніших тенденцій міжнародних фінансів останніх років.

Одним із видів бюджетних правил є боргові правила, які встановлюють чіткий ліміт або цільовий рівень державного боргу відносно ВВП. Правила бюджетного дефіциту обмежують загальний баланс бюджету, структурний або циклічно скоригований дефіцит бюджету або ж баланс бюджету за економічний цикл. Такі показники перебувають у сфері безпосереднього впливу уряду і змінюють рівень державного боргу.

Після глобальної кризи у сфері розроблення і впровадження бюджетних правил домінуючими стали такі тенденції:

- 1) багато країн прийняли бюджетні правила «нового покоління» та зробили жорсткішими існуючі правила;
- 2) у країнах з ринками, що формуються, кількість бюджетних правил та їхня конструкція стали наближатися до показників розвинутих країн;
- 3) бюджетні правила «нового покоління» спираються на обчислення складних економічних і фінансових показників і породжують нові проблеми для національних урядів (наприклад, оцінки розриву випуску).

Бюджетні правила, прив'язані до стадій економічного циклу, акцентують увагу на стабілізаційних цілях бюджетної політики, і водночас покликані забезпечити боргову стійкість державних фінансів у довгостроковій перспективі.

Упровадження бюджетних правил у багатьох країнах світу загалом мало позитивні результати, зокрема вони дали можливість вирішити такі завдання:

- створення надійних середньострокових орієнтирів у галузі бюджетної політики;
- підвищення ступеня довіри економічних суб'єктів до державної політики;
- запобігання «недалекоглядності» бюджетної політики і коригування стимулів до надмірного витрачання бюджетних коштів;
- гарантування боргової стійкості і недопущення фінансової дестабілізації.

У роботі обґрунтовано необхідність перегляду методологічного підходу до розуміння проблеми оптимальності боргу.

По-перше, оптимальність рівня державного боргу не повинна сприйматись як кількісна величина чи абстрактна ідея. Вона має втілювати практичний принцип економічної (а не тільки фіскальної) політики, згідно з яким у разі попереднього зростання державного боргу, уряд буде готовий реалізовувати реформи, спрямовані на підтримання економічного зростання в майбутньому, які би розвіювали сумніви щодо суверенної платоспроможності.

По-друге, за зростанням рівня боргу обов'язково повинно настати його зниження, яке забезпечуватиме і підвищення ефективності автоматичних стабілізаторів, і загальну стабілізаційну ефективність дискреційних акцій, і гарантуватиме контрциклічність фіскальної політики.

По-третє, застосування статистично визначених медіанних значень боргового навантаження як критеріїв фіскальної політики має підпорядковуватися принципу забезпечення зниження рівня державного боргу нижче за такий бенчмарк. Тобто номінальний якір боргової стабільності як експліцитний критерій фіскальної політики повинен доповнюватись директивами щодо підтримання рівня боргу на нижчому рівні. Фактичне розширення фіскального простору відбуватиметься за рахунок зниження боргу за межі медіанного значення, а не за рахунок спекуляції щодо відстані між поточним рівнем боргового навантаження та борговим лімітом.

По-четверте, структурні зміни в глобальній економіці передбачають, що конкуренція на боргових ринках посилюватиметься, а тиск на публічні фінанси набуватиме ще виразніших форм. Завдяки цьому медіанні значення боргового навантаження, прийняті чи як експліцитні, чи як імпліцитні критерії боргової стабільності на основі ретроспективних даних («критика Лукаса»), не мають розглядатись як усталені величини. Оптимальна боргова політика повинна завжди передбачати, що мінімізація ризиків платоспроможності в умовах посилення глобальної конкуренції досягатиметься тоді, коли бенчмарки коригуються вниз. Їхня корекція вгору, як це може допускати «нова теорія публічних фінансів» (аргументація на користь підвищення оптимального рівня державного боргу при виявленні протилежних трендів між ним і відсотковими платежами), підвищує вразливість фіскальної політики до різких змін ринкової ситуації і, в результаті, звужує фіскальний простір, а не розширює його.

По-п'яте, обмеження теоретичних дискусій довкола оптимальності державного боргу виключно макрофіскальним проблемним спектром не є прийнятним. Більшість випадків «неоптимальної політики» пов'язані з політико-економічною фрустрацією базових принципів фіскальної відповідальності та інституційними спотвореннями. Слабкі інститути є невід'ємними супроводжуваними дефіцитного зміщення, тривалість і масштаби якого збільшують економічні й політичні втрати від фіскальних консолідацій, необхідність яких рано чи пізно настане.

Важливе значення для досягнення довгострокових цілей управління державними фінансами та гарантування їхньої боргової стійкості має розроблення і впровадження середньострокової стратегії управління державним боргом. Така стратегія являє собою перспективний план дій щодо регулювання обсягу та структури державного боргу, визначення оптимальних джерел та інструментів державного запозичення, погашення боргу і напрямів використання залучених коштів, моніторингу та контролю за станом сукупного боргу, який розробляється з урахуванням наявного економічного потенціалу, особливостей розвитку національної фінансової системи, факторів та обмежень зовнішнього середовища, а також закономірностей розвитку системи державного кредиту в світовому масштабі.

Цільовими орієнтирами середньострокової стратегії управління державним боргом України мають стати:

- утримання помірного боргового навантаження на економіку і державні фінанси України та забезпечення постійного доступу уряду та суб'єктів господарювання України до міжнародного ринку капіталів;
- задоволення потреб держави у позичкових коштах із найменш можливими витратами та залучення нових позик на умовах, які є найкращими за певної кон'юнктури ринку позичкових капіталів;
- досягнення оптимального складу боргового портфеля за видами валют і процентних ставок з урахуванням необхідності мінімізації валютних і відсоткових ризиків;
- утримання збалансованої структури боргових зобов'язань за строками погашення та зменшення впливу волатильності світових фінансових ринків на стабільність фінансового стану уряду;
- посилення гнучкості боргової політики держави та підвищення ефективності управління державним боргом України через використання активних операцій з борговими зобов'язаннями уряду;

- зростання ролі внутрішнього ринку позичкових капіталів та посилення стимулюючого впливу бюджетних і грошово-кредитних важелів на розвиток економіки України;
- збільшення частки інвестиційних ресурсів у загальній сумі державних позик та створення фінансової і економічної бази для погашення накопичених боргів, посилення ролі державних позик у вирішенні завдань інвестиційно-інноваційного розвитку національної економіки;
- підвищення міжнародного кредитного рейтингу Уряду України, зниження спредів за суверенними борговими зобов'язаннями, зменшення вартості позичкового фінансування для уряду.

З огляду на уроки глобальної фінансової кризи і слабкі місця управління державним боргом України, у роботі обґрунтовано необхідність удосконалення методики оцінювання ефективності управління державним боргом, яка застосовується МФО у багатьох країнах світу. Зокрема, пропонується внести такі зміни до зазначеної методики:

- доповнити перший блок «Загальні засади управління та розроблення стратегії» показником «Підтримка позитивного кредитного рейтингу країни»;
- створити окремий блок «Узгодженість політики зовнішніх державних запозичень з політикою зовнішніх запозичень корпоративного сектору»;
- блок «Управління операційними ризиками» розширити показниками для різних видів ризиків і дати загальнішу назву «Управління ризиками»;
- перейменованій блок «Управління ризиками» доповнити показниками: «Управління ризиками умовних зобов'язань», «Управління фінансовими ризиками», «Управління ризиками ліквідності», «Управління валютними ризиками», «Управління іншими ризиками»;
- показник «Адміністрування боргу і безпека боргу» блоку «Управління ризиками» доповнити новим критерієм для оцінки «Якість інформаційної системи управління».

Конкурентоспроможність фінансового сектору є складною і багатовимірною системою економічних відносин, що утворюється в результаті конкурентної боротьби між його суб'єктами з приводу домінування на основі ефективного використання власного потенціалу, наявних переваг і ринкової кон'юнктури, в рамках яких відбувається акумуляція і перерозподіл фінансових ресурсів із метою задоволення потреб спожи-

вачів фінансових послуг. На основі її оцінювання за допомогою індексів глобальної конкурентоспроможності, фінансового розвитку, економічної свободи, сприйняття корупції доведено, що позиції фінансового сектору України погіршуються, що пояснюється недосконалим інституційним середовищем.

Перспективним напрямом інституційних трансформацій у фінансовому секторі є формування ринку інституцій, функцією якого є заохочення інституційних інновацій і форм адаптивної поведінки. Обґрунтовано, що у випадку відсутності певної інституції необхідно використовувати інкрементальний (поетапний) підхід, за якого інституціалізація включає такі етапи:

- 1) моніторинг фінансової діяльності із визначенням стійких груп інтересів, можливих сил підтримки і опору;
- 2) пропонування кількох варіантів реформ у фінансовому секторі за обов'язкового публічного обговорення;
- 3) утвердження формальної моделі інституції (нормативно-правового акта), яке включає: формулювання цілей інституції; обґрунтування необхідності зміни попередньої інституції;
- 4) аналіз економічних та соціальних наслідків від її впровадження; розрахунок необхідних ресурсів для ефективної роботи інституції; програми моніторингу її поведінки, поінформування і навчання акторів, на яких розрахована інституція;
- 5) публічне обговорення проблем запровадження інституції в практику фінансової діяльності, розроблення і внесення необхідних змін.

# ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ ОЦІНЮВАННЯ БОРГОВОЇ СТІЙКОСТІ ДЕРЖАВНИХ ФІНАНСІВ

## 2.1. КОНЦЕПТУАЛЬНІ ПІДХОДИ, АЛГОРИТМ, КРИТЕРІЇ ТА ІНСТРУМЕНТИ ОЦІНЮВАННЯ БОРГОВОЇ СТІЙКОСТІ ДЕРЖАВНИХ ФІНАНСІВ

Боргова стійкість визначається як спроможність уряду або іншого позичальника виконати свої поточні й майбутні боргові зобов'язання вчасно й у повному обсязі, не вдаючись до реструктуризацій боргу, накопичення заборгованості і скорочення своїх постійних витрат (збільшення доходів) в обсязі, що є політично чи соціально неприйнятним. Тобто стан боргової стійкості передбачає, що уряд або інший позичальник у змозі обслуговувати свої борги без нереалістично масштабного коригування балансу доходів і витрат у майбутньому.

Згідно з теоретичними положеннями, боргова стійкість залежить як від статичних, так і від міжчасових бюджетних обмежень. Статичні бюджетні обмеження діють, коли державний сектор спроможний фінансувати поточні видатки за рахунок своїх доходів та нових запозичень, а також вчасно погашає свої зобов'язання, інакше кажучи, він характеризується необмеженою ліквідністю. Для характеристики міжчасових бюджетних обмежень часто використовуються вимоги до платоспроможності, згідно з якими поточна дисконтована вартість майбутнього первинного сальдо бюджету має дорівнювати вартості непогашених зобов'язань. Відповідно до цього визначення державний сектор не може виступати позичальником, а приватний сектор не може бути кредитором у термінах поточної вартості; будь-який борг має бути повністю погашений. Якщо на певний момент наявна певна сума державного боргу, то первинне сальдо повинно стати позитивним у майбутньому для задоволення бюджетного обмеження у термінах поточної вартості.



Проблемним аспектом теоретичної концепції стійкості, що базується на платоспроможності, є те, що вона не передбачає покладення будь-яких обмежень на розмір боргу чи дефіциту на певну дату. З огляду на те, що поточний дефіцит передбачає досягнення профіциту в непевному майбутньому, будь-який рівень боргу та дефіциту може відповідати бюджетному обмеженню у термінах поточної вартості. Досить важко зробити правильний висновок про те, чи теперішній стан боргу задовольняє бюджетне обмеження у термінах поточної вартості без проведення серйозних коригувань для балансування доходів і видатків. Навіть коли існуюча конструкція борг–дефіцит здається стійкою в сучасних економічних умовах, зміни в ставці дисконтування, скоригованої на темпи зростання, можуть зробити її нежиттєздатною у тривалій перспективі<sup>85</sup>.

Крім того, мінливість фінансових ринків не дає можливості достовірно визначити стійкий рівень державного боргу. Враховуючи мінливість ринкових настроїв та типову поведінку інвесторів, неможливо із 100-відсотковою вірогідністю передбачити, коли саме кредитори припинять надання позик і рефінансування наявних кредитів або ж почнуть вимагати збільшення компенсації за ризик, який вони беруть на себе. Звичайно, це залежить не лише від рівня заборгованості, а й від низки інших факторів, зокрема від історії дефолтів у країні, від якості економічної політики та інститутів. Крім того, неочікуване припинення надання позик чи пролонгації боргу не завжди сигналізують про проблеми з платоспроможністю, а поведінка інвесторів та їхня готовність приймати ризики часто змінюються без будь-яких вагомих економічних підстав.

З огляду на ці обставини, на практиці теоретичною основою для аналізу боргової стійкості рідко виступає концепція платоспроможності. Скоріше – в центрі уваги дослідників перебуває динаміка боргових показників у рамках заданого сценарію. При проведенні сучасних досліджень найпоширенішим є підхід, який полягає у визначенні граничних значень рівня державного боргу, його структури, обсягу боргових виплат та тестуванні бюджетно-податкової політики на предмет того, чи призведе її майбутня динаміка до перевищення граничного рівня державного боргу.

Такий підхід було застосовано у процесі підготовки Маастрихтської угоди для країн – членів ЄС; він також використовується міжнародни-

<sup>85</sup> *Kappagoda N. Debt Sustainability Framework for Low Income Countries / N. Kappagoda ; paper presented at the Workshop on Debt, Finance and Emerging Issues in Financial Integration, London, March 6–7, 2007.*

ми фінансовими організаціями при оцінці потреб у зовнішньому фінансуванні бідних країн, переобтяжених боргом, та визначенні ступеня пільговості офіційної допомоги розвитку для цих країн.

Нині оцінювання боргової стійкості є методично-практичним інструментарієм, що може використовуватися для запобігання утворенню надмірного боргового навантаження. З його допомогою встановлюються взаємозв'язки між обсягами і структурою державного запозичення, з одного боку, та нинішнім і майбутнім потенціалом країни (спроможністю уряду) обслуговувати накопичені борги, з другого боку.

Мета оцінювання боргової стійкості полягає у створенні науково обґрунтованої основи для політики державних запозичень, яка має збалансувати поточні потреби у фінансуванні зі спроможністю нації обслуговувати накопичені борги як у теперішній час, так і у визначений час у майбутньому.

Аналіз боргової стійкості регулярно проводиться міжнародними фінансовими організаціями для країн, які підпадають під дію механізму HIPC Initiative (Ініціатива для бідних країн, переобтяжених зовнішнім боргом). Вказана Ініціатива почала діяти у 1996 р. і спочатку поширювалася лише на країни з низьким рівнем доходів, у 2002 р. до Ініціативи приєдналися кілька країн із середнім рівнем доходів. Світовий банк вимагає проведення аналізу боргової стійкості у країнах із низьким рівнем доходів для оцінки ймовірності виникнення боргових ускладнень і оцінки потреб цих країн у пільгових позиках чи грантах Міжнародної асоціації розвитку (МАР). Нині МВФ щорічно проводить аналіз боргової стійкості для країн-позичальниць Фонду як на етапі підготовки програм співробітництва, так і на етапі нагляду за їхнім дотриманням. Спільними зусиллями аналіз боргової стійкості МВФ і Світовий банк проводять лише для країн-учасниць МАР.

Оцінювання боргової стійкості, що проводиться міжнародними фінансовими організаціями, включає такі основні складові:

- 1) перспективний аналіз рівня боргового навантаження і розміру боргових виплат у рамках базового сценарію і стандартизованих стрес-тестів;
- 2) оцінювання боргової стійкості на основі індикативних граничних показників розміру державного боргу та витрат на його обслуговування, які залежать від якості економічної політики і дієвості інститутів у країні;

3) пропозиції для боргової стратегії уряду, які мають забезпечити зменшення ризиків боргової кризи за одночасного досягнення цілей стратегії соціально-економічного розвитку країни<sup>86</sup>.

На початковому етапі постає потреба визначення боргових співвідношень, за яких країни зі схожими соціально-економічними умовами стикалися з труднощами обслуговування боргу або без проблем виконували свої боргові зобов'язання у минулому. Для отримання граничних показників доцільно зосередити увагу на медіанних значеннях боргових індикаторів у період, що передував виникненню боргової кризи. Такі медіанні значення можуть виконувати роль «точок відсікання» для розмежування країн, які були у стані боргової стійкості, та країн, боргова позиція яких була нестійкою.

В основу такого підходу покладено твердження відомого вченого М. де Мело: «Якщо країна обслуговувала свій борг за певного рівня заборгованості, вираженого у відсотках до ВВП, експорту чи бюджетних доходів, і цей рівень не збільшується, то країна матиме бажання і буде здатною обслуговувати свій борг»<sup>87</sup>.

Тобто стандартна методика оцінювання боргової стійкості ґрунтується на таких засадах:

- 1) виборі адекватних граничних показників боргового навантаження з урахуванням специфічних умов країн і результатів емпіричних досліджень;
- 2) прогнозуванні та інтерпретації боргових індикаторів у рамках базового сценарію та різних «стрес-сценаріїв», які враховують вразливість країни до дії зовнішніх шоків.

Аналіз боргової стійкості здебільшого проводиться на основі різних показників, оскільки кожен із них виконує свою роль у справі застереження щодо поточних або майбутніх обмежень, з якими країна може зіткнутися при виконанні своїх боргових зобов'язань.

Методичні засади оцінювання боргової стійкості ґрунтуються на прогнозних розрахунках боргових показників державного сектору. Боргова стійкість оцінюється за показниками розміру боргу та його обслуговування, що зіставляються з величиною потенціалу держави виконувати

<sup>86</sup> 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 R. Moghadam, O. Canuto. – 2010. – 22 Jan.

<sup>87</sup> *Melo M., de. Fiscal Adjustment in High-Debt Countries / M. de Melo // Ricerche Economiche. – 1990. – № 2–3. – P. 251–272.*

свої боргові зобов'язання. Показники, які відображають розмір боргу, дають достовірну оцінку майбутнього тягара з обслуговування наявного боргу. Показники обслуговування боргу відображають рівень навантаження, яке створює борг у певній країні, за рахунок відволікання обмежених ресурсів від інших нагальних потреб. Надостовірніший показник спроможності держави виконати свої боргові зобов'язання залежить від того, яке обмеження для цієї країни є найбільш жорстким.

Визначення та аналіз граничних рівнів боргових показників потребує врахування специфічних характеристик країни. Країни зі слабким інституційним середовищем і неадекватною економічною політикою частіше стикаються з борговими проблемами за досить низького рівня заборгованості, оскільки такі країни більш схильні до неефективного використання запозичених коштів, а також мають менше можливостей для продуктивного використання власних ресурсів.

Міжнародні емпіричні дослідження слугують корисним інструментом для оцінки стійкості поточного і майбутнього рівня боргу в країні. Важливий висновок, який отримано на основі таких досліджень: варіація боргових показників, які є стійкими для різних країн, є досить значною, а якість макроекономічної політики та інститутів у країні суттєво впливають на рівень боргу, який пов'язується з виникненням боргових проблем. На цьому висновку базується система аналізу боргової стійкості, в якій якість інститутів і заходів економічної політики є експліцитними факторами при визначенні орієнтовних граничних значень<sup>88</sup>.

- Оцінку економічної прийнятності боргу слід проводити в три етапи:
- спрогнозувати вірогідну динаміку обсягу непогашених зобов'язань і оцінити їхній вплив на ступінь платоспроможності уряду;
  - проаналізувати перспективи утримання боргової стійкості в умовах впливу зовнішніх шоків;
  - зробити висновок про можливість виникнення боргових ускладнень у рамках різних сценаріїв.

Перший етап включає прогноз доходів і витрат – у тому числі пов'язаних з обслуговуванням боргу, – а також ключових макроекономічних змінних, таких як процентні ставки, темпи економічного зрос-

<sup>88</sup>International Monetary Fund and International Development Association. Debt Sustainability in Low-Income Countries – Proposal for an Operational Framework and Policy Implications // Prepared by the Staffs of the IMF and the World Bank ; Approved by M. Allen, G. Nankani. – 2004. – 3 Feb. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/np/pdr/sustain/2004/020304.htm>.

тання й зміни валютного курсу (з урахуванням валюти номінації боргу). У тій мірі, в якій ці змінні обумовлені економічною політикою уряду, прогнози динаміки боргу залежать від змінних такої політики, а також від змін у макроекономічній сфері і на фінансових ринках, які за своєю суттю є важко передбачуваними.

Враховуючи цю невизначеність, на другому етапі необхідно провести аналіз ризиків. До головних ризиків відносять підвищення вартості фінансування, яке може бути зумовлене загальними тенденціями на фінансових ринках (включаючи можливі ефекти поширення проблем, з якими стикаються інші країни) або проблемами фінансування, характерними для певної країни. Аналогічним чином у зв'язку з різким зниженням валютного курсу, яке може статися внаслідок порушення режиму курсової прив'язки, не виключений сценарій збільшення тягаря боргу, номінованого в іноземній валюті.

Ще один важливий фактор невизначеності, пов'язаний із прогнозами рівня державного боргу і його обслуговування, полягає в умовних зобов'язаннях, таких як очевидних чи неочевидних гарантіях уряду за кредитами або державних гарантіях банківських вкладів. Багато умовних зобов'язань, з огляду на свій імовірнісний характер, зазвичай не привертають до себе уваги, проте в кризових ситуаціях імовірність того, що вони будуть висунуті до виконання, зростає.

Аналіз боргової стійкості має ймовірнісний характер і скеровується на оцінку майбутніх подій. Чи буде уряд у змозі обслуговувати свій борг, залежить як від рівня боргового навантаження, так і від майбутньої динаміки дефіциту бюджету, структури його фінансування, динаміки економічного і фінансового базису нації.

Врахування взаємозв'язків між макроекономічними і фінансовими змінними дає можливість спрогнозувати вірогідну динаміку обсягу непогашених зобов'язань і оцінити їхній вплив на ступінь платоспроможності уряду. Водночас такі прогнози є настільки ж достовірними, наскільки реалістичними є припущення, які лежать в їхній основі. Тому високоякісні прогнози мають ґрунтуватися на ретельному опрацюванні передумов сценарію і враховувати ймовірність впливу зовнішніх шоків.

Алгоритм оцінювання боргової стійкості включає стандартний набір перевірок чутливості, які дають змогу розрахувати динамічні параметри державного боргу за альтернативних допущень щодо ключових змінних (включаючи темпи економічного зростання, процентні ставки і валютний курс). Для перевірки чутливості в рамках середньострокових сценаріїв

використовується набір стандартних тестів, що встановлюють наслідки альтернативних подій у сфері макроекономіки і вартості фінансування, а також реалізації економічної політики за різними сценаріями.

На наступному етапі проводиться оцінювання та інтерпретація теперішніх і майбутніх показників боргового тягаря країни у рамках базового сценарію та сценарію можливих шоків ситуацій. Метою такої роботи є дослідження наслідків поточної політики та можливих шоків, які збільшать розмір боргу до ризикованого рівня в майбутньому. Функція стрес-тестів полягає у визначенні наслідків шоків для прогнозованої динаміки рівня боргу та його обслуговування з урахуванням минулих фактів волатильності чи прогнозованих майбутніх подій.

З'ясовано, що чутливість країни до шоків має значний вплив на рівень боргу, який вона може утримувати. Так, погіршення ключових макроекономічних показників може підірвати потенціал країни щодо обслуговування боргу та підвищити боргові показники до небезпечного рівня. До змінних, які визначають вразливість боргових перспектив країни, відносять мінливість доходів від експорту, волатильність випуску, динаміку валютного курсу, а також коливання фінансових надходжень з неборгових джерел, включаючи трансферти та прямі іноземні інвестиції.

Тобто важливою складовою оцінювання боргової стійкості є використання набору стандартних тестів для перевірки чутливості в рамках середньострокових сценаріїв, що встановлюють наслідки альтернативних подій у сфері макроекономіки і вартості фінансування, а також реалізації економічної політики за різними сценаріями.

У рамках стандартного підходу оцінювання боргової стійкості передбачається, що за результатами стрес-тестів боргова позиція країни має залишатися міцною (боргові показники не повинні досягати критичних значень) не лише в базових умовах, а й у разі настання шоків ситуацій. Лише тоді можна говорити про утримання боргової стійкості у середньостроковій перспективі.

Середньострокові прогнози і стрес-тести допомагають визначити:

- а) умови, за яких державний борг та показники, пов'язані з боргом, стабілізуються на прийнятному рівні;
- б) основні фактори ризику для економіки;
- в) потреби та масштаби необхідних коригувань.

Стандартна методика оцінювання боргової стійкості передбачає вибір дослідником адекватних граничних показників боргового навантаження з урахуванням специфічних умов країн, а також прогнозування

боргових індикаторів у рамках базового сценарію та різних «стрес-сценаріїв», які враховують вразливість країни до дії шоківих факторів з їх наступною інтерпретацією.

У рамках базового сценарію задаються ключові фінансові та макроекономічні показники на основі середніх значень минулих періодів. Цей сценарій дає змогу оцінити, наскільки прогнозні значення боргових індикаторів відрізняються від їхньої минулої динаміки, і чи відповідає курс бюджетно-податкової політики, який закладається в державних прогнозах, завданням забезпечення боргової стійкості. Таке стрес-тестування дає можливість також виявити, чи набагато коригування, передбачені базовим прогнозом, перевищують минулі коригування й таким чином встановити, наскільки жорсткими є «рамки» для застосування коригуючих заходів.

Вибір методу калібрування тестів для перевірки чутливості базисного сценарію є непростим завданням. Більшість країн із ринками, що формуються, підпадають під вплив зовнішніх шоків за такими ключовими параметрами: темпи зростання реального ВВП, процентні ставки, темпи інфляції, первинне сальдо бюджету, баланс поточного рахунку. При реалізації такого впливу фактичні значення вказаних параметрів суттєво відрізняються від середніх значень, які лежать в основі базисного сценарію.

Простим стандартизованим показником цієї розбіжності є відношення середньоквадратичного відхилення до суми середньоквадратичного відхилення і дисперсії  $\mu/(\mu^2 + \sigma^2)$  із значеннями, розташованими між одиницею і нулем.

Тести для перевірки чутливості повинні проводитися в плані характеристик для країни середньоквадратичних відхилень, а не абсолютної величини шоку (наприклад, скорочення на 1 в. п. реального ВВП). Винятком можуть бути однакові для всіх країн потрясіння, які можуть розглядатися в плані абсолютної величини (наприклад, підвищення процентних ставок на 500 б. п.).

На наступному етапі оцінювання боргової стійкості проводиться порівняння прогнозованих показників боргового тягаря з установленими раніше граничними значеннями, які мають свою специфіку для різних країн. Загальне припущення полягає в тому, що показники боргового тягаря не повинні перевищувати граничних значень як у базових умовах, так і у стрес-сценаріях.

Метою цього кроку є перевірка наслідків поточних заходів економічної політики та можливих шокових ситуацій, які можуть негативно вплинути на рівень боргу в майбутньому.

Коли показники боргового тягаря перевищують граничні значення, необхідний детальний аналіз і отримання достовірних висновків щодо стану боргової стійкості. В цьому контексті можна виділити три основні ситуації:

- більшість боргових показників перевищують відповідні граничні значення;
- лише один показник рівня державного боргу перевищує граничне значення;
- показники рівня боргу та обслуговування боргу відображають різні ситуації.

Якщо більшість показників перевищують відповідні граничні значення (не має значення, чи за результатами стрес-тестів, чи в базових умовах), борговий стан країни має викликати занепокоєння. Адекватна реакція з боку уряду в такому разі залежатиме від обставин конкретної країни, але обов'язково мають вживатися заходи, спрямовані на скорочення загального рівня боргу та, якщо можливо, на збільшення частки фінансування за рахунок зовнішньої допомоги або пільгових позик.

Якщо лише один борговий показник перевищує відповідне граничне значення, необхідно провести ретельний аналіз такого стану. У цьому разі проблема боргової стійкості може бути пов'язана з недосконалістю окремих змінних, які використовуються для оцінки потенціалу обслуговування боргу. Необхідно визначити, в чому саме полягає боргова проблема: в статистичній похибці при вимірюванні ВВП або, наприклад, у слабкому адмініструванні податків. Встановлення останнього факту потребуватиме вжиття таких дій: удосконалення якості даних, посилення адміністрування доходів та розширення податкової бази.

З використанням кількісних методів фахівці Світового банку продемонстрували, що в багатьох країнах рівень боргу не перевищує граничні значення, але, незважаючи на це, ймовірність виникнення боргових проблем є доволі високою внаслідок низьких показників зростання або неадекватної економічної політики. Є також країни, які мають високий борговий тягар, але вірогідність виникнення в них загрози боргових ускладнень не перевищує середніх показників, що зумовлено



високою якістю їхньої економічної політики та сталістю економічного зростання<sup>89</sup>.

У ході проведення аналізу необхідно розділяти проблеми, пов'язані з рівнем боргу і з борговими потоками, оскільки вони мають різні наслідки для політики управління державним боргом. Так, високий показник обслуговування боргу у поєднанні з відносно низьким рівнем накопиченого боргу вказує на потребу у ліквідних коштах, що може бути частково задоволена за рахунок додаткового (на пільгових умовах) фінансування. Високий рівень накопиченого боргу в поєднанні з низькими показниками обслуговування боргу вказує на високу ймовірність виникнення боргових проблем у майбутньому.

За результатами оцінювання боргової стійкості необхідно зробити висновки щодо адекватності поточного рівня дефіциту бюджету. Аналіз стійкості державного боргу має слугувати ключовим інструментом для оцінки майбутньої динаміки первинного фіскального балансу та її відповідності умовам боргової стійкості.

Оцінювання боргової стійкості має імовірнісний характер, оскільки зазвичай ряд економічних політичних і психологічних факторів можуть призвести до порушення боргової стійкості, а інші фактори сприятимуть утриманню стійкості. Викладені теоретико-методичні засади оцінювання боргової стійкості не показують цю вірогідність у відкритій формі, а швидше відстежують наслідки альтернативних сценаріїв і надають користувачеві можливість визначити вірогідність, з якою вони можуть бути реалізовані.

Вагомим недоліком стандартної процедури оцінювання боргової стійкості є складнощі з урахуванням комплексних і зворотних зв'язків між показниками, які покладено в основу різних сценаріїв. Прогнозуючи співвідношення державного боргу і ВВП, неможливо достовірно оцінити вплив боргового навантаження на обсяг ВВП і повністю врахувати двосторонні зв'язки. Вочевидь на темпи економічного зростання впливають і ступінь жорсткості бюджетно-податкової політики, і рівень реальних процентних ставок, які є детермінантами боргового навантаження.

Заключний етап аналізу боргової стійкості має включати експліцитну оцінку ризику боргових проблем в країні. Залежно від того, як співвідносяться показники поточного та прогнозованого боргу держави з

<sup>89</sup> *Kraay A.* When Is External Debt Sustainable? / A. Kraay, V. Nehru // World Bank Policy Research Working Paper. – 2004. – WPS 3200. – 49 p.

відповідними граничними значеннями в базових умовах і за результатами стрес-тестів, країну відносять до однієї з чотирьох груп:

- *низького ризику*: всі боргові показники країни розміщені нижче граничних рівнів. За застосування альтернативних сценаріїв і проведення стрес-тестів не відзначається небезпеки виникнення боргових ускладнень. Якщо лише один показник перевищує граничне значення, необхідно проаналізувати, чи є це свідченням боргової нестійкості, чи пов'язано з іншими проблемами, зокрема, вадами системи збору даних;
- *середнього ризику*: за базовим сценарієм не спостерігається порушення боргової стійкості, а альтернативні сценарії та стрес-тести вказують на значне зростання показників обслуговування боргу (їх наближення до граничних значень), або ж на перевищення граничних значень рівня боргу та вартості обслуговування боргу;
- *високого ризику*: базовий сценарій вказує на перевищення граничних значень рівня боргу та рівня обслуговування боргу, але в країні поки що немає проблем із виконанням боргових зобов'язань. Ситуація виглядає тривожнішою за використання альтернативних сценаріїв і стрес-тестів;
- *боргових труднощів*: рівень боргу та вартість обслуговування боргу суттєво перевищують граничні значення. Факти планування чи проведення переговорів щодо реструктуризації боргу, накопичення заборгованості за борговими платежами та ін. свідчать про виникнення боргових проблем.

Підготовка аналізу боргової стійкості в країнах із низьким рівнем доходів експертами МВФ та Світового банку на сьогодні є стандартною робочою процедурою. Результати такого аналізу використовують для моніторингу і нагляду за економічною політикою країн-позичальників, а також для розроблення програми реформ у країнах із низьким рівнем доходів, включаючи визначення максимального обсягу позик, які отримуються на комерційних (непільгових) умовах, цими країнами. Експерти Світового банку використовують результати аналізу боргової стійкості для оцінки боргової ситуації та перевірки відповідності нормам, що дають право на одержання грантів від Міжнародної асоціації розвитку, а також оцінюють основні кредитні операції в контексті Стратегії допомоги країнам.

Надмірний борг у країнах з низьким рівнем доходів становить серйозну проблему, а боргова стійкість залишається головною умовою забезпечення економічної стабільності. Досвід багатьох бідних країн із

високим рівнем боргу засвідчує, що порушення боргової стійкості призводить до великих втрат з точки зору економічного зростання та стримування економічного розвитку цих країн. Якщо країна планує обслуговувати та виплачувати борг за рахунок власних фінансових ресурсів, високий рівень боргу створює негативні стимули у вигляді деформуючих податків. Окремого розгляду заслуговує проблема втрат від реструктуризації боргу, яка негативно впливає на економічну активність та порушує кредитну культуру внаслідок руйнування засад непорушності кредитних угод. За наявності незначної кількості фінансових альтернатив такі країни потрапляють до ризикової зони не лише у площині втрати спроможності виконувати боргові зобов'язання, а й у площині гальмування свого соціального та економічного розвитку.

Інструментарій оцінювання стійкості державного боргу може використовуватися країнами з різним ступенем боргових ускладнень:

- країнам з помірно високим рівнем заборгованості, яким у найближчому майбутньому не загрожує криза, інструментарій допомагає виявити вразливі місця і зробити застереження, пов'язані з тим, що з часом держава може виявитися в «зоні неплатоспроможності»;
- країни, що перебувають на межі або в епіцентрі кризи, зазнають сильних потрясінь і характеризуються високою вартістю позик або відсутністю доступу до ринкових джерел фінансування, можуть скористатися інструментарієм для дослідження способів стабілізації боргових показників;
- країни, що виявилися неплатоспроможними, можуть використати інструментарій для дослідження динаміки боргу в період після реструктуризації боргу.

Практична цінність інструментарію боргової стійкості полягає в тому, що він дає можливість сформулювати ряд висновків для економічної політики. Уряди стикаються з важким вибором: чи продовжувати залучати позики на цілі розвитку навіть тоді, коли рівень заборгованості в них перевищує граничний рівень, чи бути стриманішими і відмовлятися від боргового фінансування інвестицій, які прискорюватимуть економічне зростання? Звичайно, країни повинні враховувати ризики накопичення боргу і зіставляти їх з можливими перевагами від додаткових інвестицій.

Процеси залучення державних позик та їх використання повинні супроводжуватися:

- 1) посиленням потенціалу щодо виплати накопичених боргів за рахунок прискорення темпів економічного зростання (шляхом вдоско-

налення інституціонального устрою та підвищення якості економічної політики);

- 2) досягненням прогресу у сфері управління державним боргом, що має забезпечити утримання помірному рівня боргу, залучення нових позик в адекватних розмірах і на привабливих умовах;
- 3) запровадженням заходів, спрямованих на підвищення стійкості економіки до впливу екзогенних шоків.

Оцінювання боргової стійкості створює умови для запобігання утворенню надмірного боргового навантаження, оскільки встановлює взаємозв'язки між обсягами і структурою державного запозичення, з одного боку, та нинішнім і майбутнім потенціалом країни (спроможністю уряду) обслуговувати накопичені борги, з другого боку.

Загалом розглянуті теоретико-методичні засади оцінювання боргової стійкості мають вагомим практичне значення для проведення моніторингу і аналізу державного боргу за альтернативних допущень щодо макроекономічної ситуації у країні, впливу зовнішніх чинників і реалізації політичних рішень у бюджетно-податковій сфері. Результати вказаного аналізу мають стати вихідним пунктом у процесі розроблення позичкової політики держави і забезпечити узгодження потреб держави у фінансових ресурсах з можливостями держави виконувати взяті на себе боргові зобов'язання.

## **2.2. РИЗИКИ ДЕРЖАВНИХ ЗАПОЗИЧЕНЬ, ОБСЛУГОВУВАННЯ І ПОГАШЕННЯ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ ТА ЧИННИКИ ВТРАТИ БОРГОВОЇ СТІЙКОСТІ**

У 2012–2013 рр. державний борг України продовжував зростати. Разом з цим ліміт прямого державного боргу на рівні 30 % ВВП, встановлений постановою Кабінету Міністрів України «Про затвердження Середньострокової стратегії управління державним боргом на 2012–2014 роки» від 10.05.2012 № 607, був перевищений. За висновком Міністерства фінансів України, оцінка досягнутих показників та ризиків, пов'язаних з управлінням державним боргом, була такою:

*Бюджетні ризики.* Відповідно до завдань Середньострокової стратегії управління державним боргом на 2012–2014 рр., співвідношення обсягу державного боргу до ВВП на кінець 2012 р. встановлено на рівні не більше 30 %. Фактично за підсумками року відношення державного боргу до ВВП становило 28,3 %, що на 1,7 в. п. менше встановленого гранич-

ного рівня. При цьому навантаження платежів з обслуговування державного боргу на державний бюджет дорівнювало 6,99 %.

*Валютний ризик.* Частка державного внутрішнього боргу становила 47,7 % проти запланованого мінімального граничного рівня у 46 %. При цьому відношення боргу в іноземній валюті до загальної суми державного боргу на кінець зазначеного періоду дорівнювало 57,9 %. За розрахунками Міністерства фінансів України інтегровані показники валютного ризику, пов'язаного зі зростанням витрат на погашення державного боргу під час девальвації національної валюти на одиницю в період 2012–2014 рр., мали зменшитися майже вдвічі – відповідно до 9,75, 8,5 і 4,75 бала (максимальне значення – 12,5 бала). Водночас інтегровані показники валютного ризику повинні були зберігатися на позначці 7,25 бала протягом усього зазначеного періоду.

*Відсотковий ризик.* Частка державного боргу з фіксованою ставкою планувалася не менш як 65 %, а фактично становила 76,1 %.

*Ризики рефінансування.* Середньозважений строк до погашення державного боргу дорівнював 5,1 року проти запланованого мінімального показника на рівні 4,1 року. Також слід зазначити, що співвідношення суми погашення державного боргу у 2012 р. до загальної суми державного боргу станом на 31 грудня 2011 р. становить 19,1 % при визначеній максимальній межі у 20 %.

Таким чином, у 2012 р. цільові показники, встановлені Середньостроковою стратегією управління державним боргом на 2012–2014 рр., було дотримано. Було досягнуто прогресу щодо подовження строку обігу боргових зобов'язань та збільшення частки державного боргу з фіксованою ставкою, що в умовах нестабільності на фінансових ринках значно знижує ризик рефінансування та відсотковий ризик державного боргу.

У сучасних умовах нагромадження державного боргу, зокрема номінованого в іноземній валюті, посилюються *валютні ризики державного боргу*. Імітаційне моделювання валютної структури боргового портфеля уряду України, проведене В. Федосовим і О. Колот, дало такі результати: зменшення чутливості боргових виплат у кожній із валют запозичення до коливань відповідних курсів валют потребує збільшення частки зобов'язань у гривні до 53 %<sup>90</sup>. З цією думкою погоджується і Т. Богдан, яка вва-

<sup>90</sup> Федосов В. М. Управління державним боргом у контексті ризик-менеджменту / В. М. Федосов, О. А. Колот // Фінанси України. – 2008. – № 3. – С. 3–33.

жає безпечною частку зовнішнього державного боргу на рівні менше від 50 %<sup>91</sup>.

Валютні ризики державного боргу матеріалізуються шляхом збільшення витрат на погашення і обслуговування державного боргу у разі девальвації національної валюти<sup>92</sup>. Цей показник демонструє абсолютну суму додаткових витрат бюджету у разі здорожчання одиниці іноземної валюти. Доцільно оцінювати також еластичність витрат на погашення державного боргу до змін валютних курсів, що показує, наскільки відсотків зростуть витрати з погашення державного боргу за зміни валютного курсу на 1 % (розраховується за традиційною формулою розрахунку еластичності – відсоток зростання витрат на погашення боргу ділиться на відсоток курсових змін).

Ще одним індикатором валютних ризиків може виступати посилення навантаження на платіжний баланс через зростання виплат по зовнішньому боргу. Аналіз поведінки цих показників здійснюється з урахуванням частки боргу в іноземній валюті, частки державного боргу від ВВП, частки виплат за зовнішнім боргом у сумі припливу-відпливу капіталу за фінансовим рахунком та ймовірності змін курсу національної валюти<sup>93</sup>. Комплексний аналіз зазначених показників дає можливість забезпечити

<sup>91</sup> Богдан Т. Сучасні підходи до управління ризикам державного боргу / Т. Богдан // Вісник НБУ. – 2011. – № 4. – С. 10–17.

<sup>92</sup> Розраховується множенням суми боргу у певній валюті на зміну курсу.

<sup>93</sup> У керівництві щодо оцінок ризиків розроблена спеціальна шкала для присвоєння бальної оцінки цьому показнику залежно від відношення до ВВП. Шкала для частки боргу в іноземній валюті і для показника зростання витрат на погашення державного боргу при девальвації національної валюти на одиницю є заданою в діапазоні від 1 до 12,5 бала з кроком 1,25 бала для кожного з десяти інтервалів значень, які може приймати ці показники.

#### Шкала для оцінки показника частки боргу в іноземній валюті

Значення показника, %	0–10	11–20	21–30	31–40	41–50	51–60	61–70	71–80	81–90	Більше 90
Кількість балів	1,00	2,25	3,50	4,75	6,00	7,25	8,50	9,75	11,00	12,5

До уваги приймається арифметична сума показника за кожною валютою. При цьому оцінюється відношення показника відносно ВВП в діапазоні від 0,03 до 0,35 %.

#### Шкала для оцінки показника зростання витрат при девальвації на одиницю

Значення показника відносно ВВП, %	Менше 0,03	0,03–0,06	0,07–0,10	0,11	0,14	0,15–0,18	0,19–0,22	0,23–0,26	0,27–0,30	0,35 і більше
Кількість балів	1,00	2,25	3,50	4,75	6,00	7,25	8,50	9,75	11,00	12,5

їхню взаємодоповненість, спрощуючи аналіз різного їхнього внеску в рівень валютного ризику. Наприклад: за високої частки державного боргу в іноземній валюті, однак за низької частки державного боргу, номінованого у валюті, від ВВП валютний ризик з точки зору боргового менеджменту буде значним, проте з погляду його макроекономічних наслідків для стану бюджету і економіки загалом – помірним. Так само відносно невелика частка виплат з обслуговування і погашення боргу у валюті в обсягах відпливу капіталу з країни не матиме суттєвих негативних наслідків для стану платіжного балансу.

В нашому дослідженні для оцінки валютних ризиків зовнішнього боргу ми спиралися на інтегрований підхід. Для цього побудовано карту валютних ризиків із урахуванням бальної оцінки таких показників, як питома вага державного боргу в іноземній валюті у загальній сумі державного боргу (%), витрати на погашення й обслуговування зовнішнього боргу у відсотках від ВВП, частка короткострокового зовнішнього сукупного боргу у відсотках від золотовалютних резервів (ЗВР) НБУ, витрати на погашення й обслуговування зовнішнього боргу у відсотках від експорту<sup>94</sup>. Проведений аналіз дає підстави стверджувати, що Україна належить до групи з дуже високим валютним ризиком (табл. 2.1 та рис. 2.1).

За показниками табл. 2.1 побудовано карту валютних ринків, що наочно засвідчує вкрай високі валютні ризики, пов'язані із державним боргом України. Хоча в Україні наразі немає проблем із виконанням боргових зобов'язань, дія будь-яких несприятливих зовнішніх або внутрішніх чинників може суттєво погіршити платоспроможність держави і ступінь фінансової стабільності в країні.

За високого рівня валютних ризиків державного боргу, будь-які додаткові запозичення в іноземній валюті є вкрай небезпечними. Однак валютний борг уряду продовжував зростати. Причина неповного врахування валютних ризиків бачиться в тому, що ключову роль відіграють показники, котрі відображають частку боргу у ВВП, який є основним джерелом погашення боргу. Але, на наш погляд, при цьому не повною

<sup>94</sup> Побудова шкали балів здійснювалася згідно з Керівництвом з використання показників ризику і формування стратегії запозичень від 1 до 12,5 (від 1 до 3,5 – низький ризик, від 4,75 до 8,5 – середній ризик, 9,75–12,5 – високий ризик). Бали присвоювалися відповідно до відсоткового співвідношення фактичних показників і граничних індикаторів. Див.: Керівництво з використання показників ризику і формування стратегії запозичень. Інтегральна оцінка ризику. – К., 2011. – С. 20.

Таблиця 2.1

**Показники валютних ризиків державного боргу України  
станом на 31.12.2013**

Показники	Граничні значення <sup>3</sup>	Значення на кінець 2013 р.	Кількість балів
Питома вага державного боргу в іноземній валюті у загальній сумі державного боргу, %	40,0	65,0 <sup>1</sup>	12,5
Витрати на погашення й обслуговування зовнішнього боргу, % до ВВП	10,0	19,8	12,5
Зростання витрат на погашення державного боргу при девальвації національної валюти на одиницю, млн грн	X	X	9,75 <sup>2</sup>
Еластичність витрат на погашення державного боргу до змін у валютних курсах, од.	X	X	7,25 <sup>2</sup>
Короткостроковий зовнішній сукупний борг, % від ЗВР	100,0	184,0	12,5
Витрати на погашення й обслуговування довгострокового зовнішнього боргу, % від експорту <sup>4</sup>	20	41,0	12,5

<sup>1</sup> Із урахуванням суми валютних ОВДП в обігу.

<sup>2</sup> За оцінками Міністерства фінансів України.

<sup>3</sup> Експертні оцінки: *Богдан Т.* Боргова безпека та її роль у гарантуванні фінансової стабільності // Вісник НБУ. – 2012. – № 4. – С. 11.

<sup>4</sup> За даними Світового банку, рівень обслуговування державного боргу щодо експорту товарів і послуг не повинен перевищувати 25 %, середні значення 20 %.

Складено за даними: Міністерства фінансів України, експертними оцінками та авторськими розрахунками.

мірою враховується сучасна ситуація у світі, коли за девальвації валюти суттєвого зростання експорту (отже, і ВВП) не відбудеться через зниження рівня економічної активності. Тому за девальвації валюти згорання економічної активності та зменшення надходжень до бюджету можуть зумовити бюджетну і боргову кризу. Також у розрахунках валютних ризиків не повною мірою враховуються фактори, що визначають вірогідність та інтенсивність майбутніх курсових змін.

Наприклад, в 2012–2013 рр. за невпинного погіршення платіжного балансу й критичного скорочення міжнародних резервів НБУ, високих девальваційних очікувань і погіршення зовнішньої кон'юнктури, активізації кризових процесів у еврозоні, невизначеності динаміки курсового співвідношення пари долар-євро, різких стрибків цін на нафту, песиміс-





Рис. 2.1. Карта валютних ризиків державного боргу у 2013 р.

Побудовано за даними табл. 2.1

тичних прогнозів щодо майбутнього врожаю в Україні суттєво посилися ризики девальвації вітчизняної валюти. Зважаючи, що частка виплат за зовнішнім боргом у загальному обсязі погашення і обслуговування державного боргу на 2013 рік становить 62 %, очевидно, що виплати на обслуговування державного боргу як частка від ВВП помітно зростуть у разі девальвації. Падіння рейтингів України суттєво обмежує доступ до зовнішніх джерел рефінансування боргу, тому ситуація у борговій сфері може ще більше погіршитися.

Зазначене засвідчує недосконалість чинних засад реалізації боргової політики України, зокрема орієнтацію на принципи боргового менеджменту щодо мінімізації витрат на управління боргом за певного нехтування його макроекономічними наслідками та їхнім зворотнім впливом на обслуговування боргу. Тим часом за результатами кризи 2007–2008 рр. підходи міжнародних організацій до боргової політики змінилися. Фахівці МВФ<sup>95</sup> та Банку міжнародних розрахун-

<sup>95</sup> Managing Sovereign Debt and Debt Markets through a Crisis – Practical Insights and Policy Lessons / International Monetary Fund, Monetary and Capital Markets Department. – 2011 – 18 Apr. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org>.

ків (BIS)<sup>96</sup> зазначають, що традиційний аналіз витрат-ризиків на обслуговування боргу, який до початку кризи широко використовувався для визначення «оптимальної» структури державного боргу, може виявитися неадекватним при врахуванні повного набору ризикових факторів та зв'язків між ними. Тому нарощування державного боргу, зокрема внутрішнього, в іноземній валюті хоча й дає змогу вирішити поточні завдання боргової політики, проте є вкрай небезпечним у стратегічному плані.

Таким чином, опора тільки на принцип мінімізації витрат у борговій політиці може сформувати ситуацію, коли заходи щодо мінімізації наслідків фіскальної нестабільності зумовлять зростання суверенних і валютних ризиків та підвищення процентних ставок. Натомість ризикорієнтоване (пруденційне) регулювання ризиків державного боргу передбачає врахування як ризиків чинної валютної структури державних запозичень, так і ризиків погіршення майбутньої ситуації на зовнішніх і внутрішніх ринках капіталу, яка визначає умови отримання рефінансування, рівень процентних ставок та стан платіжного балансу.

Йдеться про принципову зміну підходів до оцінки й управління валютними ризиками боргової політики від портфельної теорії управління боргом, з позиції якої заміна коротких і дорогих позик дешевшими і довгими вбачається обґрунтованою незалежно від джерела і валюти запозичень, до макропруденційного підходу, що враховує вплив нарощування валютних боргів на стан фінансової й економічної системи та прогнози щодо майбутньої ситуації на зовнішніх ринках капіталу.

Основна мета такого підходу може бути сформульована як мінімізація чистого боргового навантаження на економічну систему країни та борговий портфель уряду, що вимірюється як поточна вартість чистої фіскальної позиції. В центрі уваги опиняється не стільки мінімізація поточних витрат, скільки мінімізація майбутніх ризиків. Це досягається шляхом моделювання, де ризик виступає фактором збільшення витрат. Результатом моделювання є визначення: переліку валют, в яких доцільно здійснювати боргові запозичення, їх допустимих комбінацій, оцінюється значення валютного ризику та його критичні значення, визначаються альтернативні варіанти періодичності перегляду параметрів показників валютного ризику.

<sup>96</sup> Threat of fiscal dominance? A BIS/OECD workshop on policy interactions between fiscal policy, monetary policy and government debt management after the financial crisis // BIS Papers. – 2012. – № 65. – 312 p.

В цьому контексті першочерговим завданням є розвиток ризик-менеджменту державного боргу в частині поєднання традиційного аналізу *cost-at-risk* (CAR) з інструментарієм стрес-тестування, який враховує особливості макроекономічного середовища, фінансової системи і боргових процесів у відповідній країні. Якщо методику VaR доцільно застосовувати за нормального, некризисного сценарію розвитку подій<sup>97</sup>, то для оцінки ризиків за кризових сценаріїв використовується стрес-тестування. Перевагами стрес-тестування як методу оцінки чутливості фінансової позиції уряду, обсягу боргових зобов'язань держави та розміру боргових виплат до впливу «виняткових, але правдоподібних» потрясінь є:

- гнучкість та ефективність;
- оцінка впливу багатьох ризикових факторів, включаючи матеріалізацію умовних зобов'язань уряду;
- ґрунтування на допущеннях множинних шоків, за яких на боргову стійкість впливають кілька факторів, взаємопов'язаних між собою, що відповідає комплексності взаємозв'язків і природі сучасних фінансових криз<sup>98</sup>.

Наприклад, розрахунки за методом стрес-тестування волатильності трьох валют, в яких деноміновано борг України (євро, долара США, російського рубля та для порівняння – єни), засвідчили, що обсяг фактичних збитків від переоцінки в усіх трьох валютах та золоті в довгій позиції перебували в межах VaR, а в короткій – у реальних умовах девальвації (у III кв. 2008 р.), значно перевищили розраховані величини VaR різними методами (табл. 2.2).

<sup>97</sup> Методологія VaR, яка реалізована в системі, є одним із всесвітньо визнаних підходів до управління ринковими ризиками, вона рекомендована для використання в банках Базельським комітетом з банківського надзору. Прогноз ринкових ризиків за допомогою методології VaR ґрунтується на статистичних даних поведінки ринкових факторів у минулому. Модель VaR прогнозує з певною ймовірністю нижню межу можливих збитків протягом певного періоду. Так, модель VaR дає можливість стверджувати: ми впевнені на  $X$  %, що наші втрати не будуть вищими, ніж значення  $Y$  упродовж наступних  $N$  днів. У цьому разі  $X$  – це довірчий інтервал,  $N$  – це горизонт VaR та  $Y$  – це саме значення VaR.

<sup>98</sup> Стрес-тести можуть мати форму спрощених імітаційних моделей, які враховують, наприклад, вплив двох стандартних відхилень кривої дохідності на відсоткові витрати за державним боргом при утриманні інших змінних на сталому рівні. Складніші моделі включають взаємозв'язки між відсотковими ставками і ВВП країни та бюджетним дефіцитом чи проєктують динаміку попиту інвесторів залежно від рівня відсоткових ставок.

Таблиця 2.2

**Максимальні зміни волатильностей курсів валют  
протягом 05.03.2007–19.05.2009**

Валюта	Результати розрахунків, виконаних методом:	
	простої плинної середньої (SHV)	експоненціально-зваженої плинної середньої (EHV)
EUR	1,59	2,41
USD	1,80	2,87
RUR	1,59	2,36
AUH	1,35	2,34

Джерело: *Шатковська-Шморгай В. Б.* Стрес-тестування валютного ризику в банках: уроки кризи / В. Б. Шатковська-Шморгай // Науковий вісник НАТУ України. – 2010. – Вип. 20.5. – С. 272.

З табл. 2.2 бачимо, що розраховані значення волатильностей за методом експоненціально-зваженої плинної середньої (EHV) майже вдвічі перевищують значення, отримані за допомогою методу простої плинної середньої (SHV). Як свідчать результати дослідження, за умов низької та помірної волатильності валютного курсу збитки не виходили за прогнозовані межі, а з різким збільшенням волатильності у листопаді 2008 р. зросли вдвічі. Водночас вони не сягнули екстремальних обсягів, розрахованих стрес-тестуванням, що засвідчує доцільність його застосування у кризові періоди.

Зважаючи на отримані результати розрахунків і той факт, що використання форвардних курсів гривні в розрахунках показника зростання витрат на обслуговування державного боргу підвищує їх майже втричі, можна стверджувати, що у ході розрахунків показників валютних ризиків доцільно збільшити показник волатильності курсів валют втричі. Це спроможне надійно застрахувати від курсових коливань під час кризи.

Прикладом поєднання методології Value at Risk (VaR) та стрес-тестування є система FXRisk, що являє собою комплекс аналітичних моделей та процедур, які призначені для розрахунку та надання інформації для прийняття рішень у сфері управління валютними ризиками<sup>99</sup>. Система FXRisk є цілісним комплексом, який дає можливість оцінювати ризики

<sup>99</sup> Extra consulting [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.consulting.colocall.com/mission.php>.

як у рамках нормального розвитку подій, так і в рамках реалізації стресових сценаріїв. Система підтримує можливість роботи з трьома валютами – USD, EUR, RUB. В цій версії системи реалізована варіаційно-коваріаційна модель VaR. Водночас система FXRisk використовує процедуру бектестингу для оцінки адекватності прогнозу моделі VaR історичним даним та для коригування моделі і підтримує процедури стрес-тестування, які дають змогу оцінювати потенційний вплив на фінансовий стан фінансової установи низки заданих змін у факторах ринкового ризику, які відповідають виключним, але ймовірним подіям. Оцінка ризику при проведенні стрес-тестування основана на перегляді можливих стрес-сценаріїв та на розрахунку ймовірних втрат у результаті їх реалізації. Система FXRisk може бути використана для:

- розрахунку та встановлення VaR-лімітів та лімітів на валютні позиції, визначення допустимого значення зовнішнього боргу;
- моделювання сценаріїв кон'юнктури валютного ринку та розрахунку відповідних можливих збитків від несприятливої курсової динаміки;
- вимірювання економічних наслідків зростання частки зовнішнього державного боргу.

Отже, використання системи FXRisk дасть можливість переорієнтуватися від оцінки витрат на обслуговування боргу до оцінки його міжчасової ринкової вартості, що у довгостроковому періоді важливіше для уникнення ризику дефолту через тісніший зв'язок з макроекономічною ситуацією<sup>100</sup>.

Необхідність урахування макроекономічних наслідків боргової політики обумовлена ще й тим, що в сучасному світі країни підвладні впливу численних макроекономічних і фінансових шоків – шоків попиту, пропозиції, умов торгівлі, платіжного балансу та ін. І валютна структура боргового портфеля держави може нівелювати чи посилити негативний вплив зазначених шоків на стан економічної системи і бюджетні показники. Наприклад, у період економічного піднесення боргові зобов'язання, деноміновані в іноземній валюті, захищають стан бюджету від ризиків ревальвації національної валюти та від негативного впливу шоків пропозиції, які підвищують процентні ставки. Проте зацікавити інвесторів

---

<sup>100</sup> *Missale A. Sovereign debt management and fiscal vulnerabilities / A. Missale // Threat of fiscal dominance? A BIS/OECD workshop on policy interactions between fiscal policy, monetary policy and government debt management after the financial crisis // BIS Papers. – 2012. – № 65. – P. 157–176.*

у їх придбанні можна лише підвищеною ставкою, що підвищує поточну вартість обслуговування державних боргів.

У період гальмування економічної динаміки і посилення девальваційних очікувань привабливість валютних державних цінних паперів, деномінованих у валюті, зростає, що дає змогу уряду знизити їх прибутковість і послабити поточне боргове навантаження на бюджет. Проте нагромодження обсягу боргів в іноземній валюті означатиме суттєве погіршення стану державних фінансів у разі реалізації сценарію девальвації. Для кращого управління державним боргом в іноземній валюті на різних фазах бізнес-циклу доцільно використовувати різні форми індексації ОВДП.

ОВДП можуть оплачуватися і погашатися у валюті, як і відсотковий дохід за ними, що суттєво підвищує їхню привабливість для інвесторів, проте збільшує обтяжливість для уряду. Можливим механізмом індексації є валютна індексація тільки номіналу облігації, тоді як купонні платежі не індексуються. Цей механізм дає інвесторам можливість зберегти вартість первинно інвестованих коштів у еквіваленті іноземної валюти та отримати певний рівень прибутку за рахунок відповідних купонних платежів. Однак рівень прибутку у еквіваленті іноземної валюти не буде прив'язаним до курсових змін. Для інвесторів такі цінні папери можуть бути цікавими тоді, коли вони переслідують мету збереження вартості в еквіваленті іноземної валюти і шукають безризикованих вкладів. Процентна ставка за такими цінними паперами буде вищою за ставку облігацій з механізмом індексації і номіналу, і процентних виплат, проте нижчою за процентну ставку за гривневими облігаціями.

Таким чином, у період підвищених девальваційних ризиків держава може тимчасово випускати такі облігації, що дасть можливість знизити рівень навантаження на державний бюджет у період девальвації, а інвесторам – зберегти вартість заощаджень та отримати підвищений прибуток у період курсової стабільності.

Зокрема у 2012 р. Міністерством фінансів України розроблено низку нормативно-правових актів щодо окремих аспектів сфери державного боргу, які у подальшому затверджено урядом України:

- Постанова Кабінету Міністрів України від 12.03.2012 № 233 щодо умов випуску та порядку розміщення короткострокових або середньострокових державних облігацій, номінованих в іноземній валюті;

- Постанова Кабінету Міністрів України від 21.03.2012 № 234, положення якої передбачають можливість випуску середньострокових державних облігацій із достроковим погашенням, номінованих в іноземній валюті, з наданням права емітенту визначати вид іноземної валюти під час первинного розміщення таких облігацій;
- Постанова Кабінету Міністрів України «Про затвердження Середньострокової стратегії управління державним боргом на 2012–2014 роки» від 10.05.2012 № 607;
- Постанова Кабінету Міністрів України «Про затвердження Порядку здійснення контролю за ризиками, пов'язаними з управлінням державним (місцевим) боргом» від 01.08.2012 № 815;
- Постанова Кабінету Міністрів України «Про затвердження Порядку та умов надання у 2012 р. державних гарантій для забезпечення виконання боргових зобов'язань за запозиченнями суб'єктів господарювання, залученими для реалізації інвестиційних, інноваційних, інфраструктурних та інших проектів розвитку, які мають стратегічне значення та реалізація яких сприятиме розвитку національної економіки» від 22.08.2012 № 782.

Тим часом у зазначених проектах недостатньо враховані валютні ризики державного боргу України. Зокрема, норма щодо можливості погашення протягом 25 днів з моменту подачі заяви середньострокових державних облігацій з достроковим погашенням, номінованих в іноземній валюті (заяви), перетворює середньостроковий борг у короткостроковий. І навіть зменшення купонних виплат на рівні 0,5 розміру річної процентної ставки доходу (4,8 для облігацій випущених у євро), робить їхнє дострокове погашення вигідним за, наприклад, 10-відсоткової девальвації гривні.

У цих умовах адміністративні заходи НБУ, спрямовані на збереження валютної стабільності, можуть виступати одним із важелів збереження боргової безпеки. Йдеться, зокрема, про вимоги щодо обов'язкового продажу 50 % валютної виручки резидентів від зовнішньоекономічних контрактів (постанова НБУ № 164) й щодо обмеження термінів розрахунків за зовнішньоекономічними контрактами до 90 днів (постанова НБУ № 163). Позитивний вплив на формування пропозиції іноземної валюти має й ухвалена Нацбанком постанова від 16.09.2013 № 365, згідно з якою валютні кошти при здійсненні переказів всередині країни повинні зараховуватися на рахунки одержувачів у гривневому еквіваленті.

На забезпечення цієї самої мети спрямовано норми постанови НБУ «Про деякі питання регулювання грошово-кредитного ринку» від 19.09.2013 № 371, згідно з якою з 30.09.2013 норми обов'язкового резервування для банків за довгостроковими коштами і депозитами юридичних та фізичних осіб в іноземній валюті збільшено (з 5 до 7 %). Наслідками коригування вимог з формування банками обов'язкових резервів стане зростання привабливості гривневих депозитів порівняно з валютними та закріплення позитивної тенденції зменшення частки валютних заощаджень у банківській системі.

Також відповідно до постанови Правління НБУ «Про зміну термінів розрахунків за операціями з експорту та імпорту товарів і запровадження обов'язкового продажу надходжень в іноземній валюті» від 14.05.2013 № 163 (зі змінами, внесеними постановою НБУ від 25.09.2013 № 381) обов'язковому продажу на міжбанківському валютному ринку України підлягають надходження з-за кордону в іноземній валюті на користь юридичних осіб (які не є уповноваженими банками) та фізичних осіб – підприємців, а також на власні операції уповноважених банків за зовнішньоекономічними договорами.

З позиції мінімізації валютних ризиків державного боргу позики в національній валюті є оптимальним варіантом. Одним із можливих варіантів проведення такої політики на зовнішніх ринках є валютні свопи з центральними банками інших країн. У разі випуску боргових цінних паперів, номінованих у гривні, на внутрішньому ринку актуалізується завдання зміцнення позицій вітчизняної валюти. Інакше завеликі ризики девальвації не дадуть уряду змоги розмістити запланований обсяг облігацій.

Оскільки основним суб'єктом управління державним боргом є Мінфін, а повноваження у сфері валютно-курсової політики несе НБУ, актуалізується завдання підвищення координації боргової політики уряду з монетарною політикою НБУ. Йдеться насамперед про покращання управління золотовалютними резервами (ЗВР). Зокрема, необхідно вдосконалити методику розрахунку їхнього достатнього рівня, зважаючи на обсяги й темпи зростання зовнішнього державного боргу. Інакше кажучи, необхідно доповнити чинний критерій адекватності ЗВР формулою розрахунку їхнього оптимального обсягу, виходячи з необхідності можливого тиску на валютний ринок боргових платежів держави.



Т. Богдан<sup>101</sup> у своїх роботах на основі методики західних фахівців пропонує таку формулу:

$$\begin{aligned} \text{Міжнародні резерви} = & 30 \% \text{ Короткострокового зовнішнього боргу} + \\ & + 15 \% \text{ Портфельних інвестицій} + 15 \% \text{ грошової маси M2} + \\ & + 10 \% \text{ експорту товарів і послуг.} \end{aligned} \quad (2.1)$$

За такими розрахунками обсяг ЗВР на початок 2012 р. мав би становити 42,4 млрд дол. США.

Невід'ємною складовою мінімізації валютних ризиків держаного боргу є заходи щодо підвищення кредитних рейтингів нашої держави, що дасть можливість знизити вартість запозичень. Необхідними умовами плідної співпраці з рейтинговими агентствами є своєчасне і в повному обсязі виконання державою зобов'язань за державним боргом, а також прозорість у сфері управління державним боргом, розкриття інформації про стан і структуру державного боргу, обсягу майбутніх платежів за ним. Задля цього в Україні передбачено ведення постійного діалогу з провідними рейтинговими агентствами щодо соціально-економічного положення країни та питань державного боргу, підготовка та поширення інформаційних бюлетенів щодо поточного соціально-економічного розвитку України. Також необхідно проводити щорічні візити уповноважених представників рейтингових агентств для здійснення ними моніторингу рейтингів кредитоспроможності України, готувати проспект емісії ОЗДП України, у якому в повному обсязі розкривається інвестиційна привабливість України.

Криза продемонструвала, що мікроекономічний підхід до управління валютними ризиками державного боргу продукує макроекономічні ризики. Наприклад, активне нарощування зовнішніх боргів урядом, що зумовлено можливістю використання дешевших (до кризи) та більших за обсягом (в посткризовий період) ресурсів, формує майбутнє навантаження на платіжний баланс та тиск на валютний ринок, суттєво посилює негативний вплив девальвації на стан державних фінансів.

З урахуванням зарубіжного досвіду подолання кризових тенденцій Україні слід застосовувати елементи стратегії фінансування державних боргів, що ґрунтується на визначенні оптимальної валютної структури запозичень з погляду макроекономічної вартості їхнього обслуговуван-

<sup>101</sup> Богдан Т. П. Достатність міжнародних резервів як передумова забезпечення макрофінансової стабільності / Т. П. Богдан // Економіка України. – 2012. – № 8. – С. 45–53.

ня. Це дасть змогу послабити підвладність фіскальної сфери зокрема та економічної системи загалом валютним шокам.

Дотримання пруденційного ризик-орієнтованого підходу до управління валютними ризиками державного боргу передбачає врахування довгострокових валютних витрат на обслуговування боргу, вартість рефінансування боргів в іноземній валюті за різних сценаріїв курсової поведінки, вірогідність майбутньої девальвації гривні та очікувану курсову волатильність, вплив валютних боргів на стан бюджету та фінансової системи. Такий пруденційний підхід розширює завдання боргової політики поза межі стратегії «вдалого» розміщення державних облігацій та коригування валютної структури боргу до забезпечення фінансової стабільності в державі.

Держава має враховувати складні взаємозв'язки між борговою політикою і ступенем фінансової стабільності і на цій основі формувати ефективну систему управління національним і державним боргом. У зв'язку з цим система управління ризиками державного боргу має бути істотно посилена, а роль стрес-тестів як методичного інструментарію повинна суттєво зрости, що передбачає внесення відповідних змін у нормативно-законодавчу базу.

Зважаючи на специфічність валютних ризиків і високий рівень взаємопов'язаності показників зовнішнього боргу та стану валютної сфери і платіжного балансу, видається доцільним:

- спільне з НБУ визначення граничних значень зовнішнього державного боргу на основі середньострокових прогнозів валютного курсу НБУ;
- проведення стрес-тестування із внесенням відповідних змін у «Положення про управління ризиками, пов'язаними з державним боргом»;
- посилення цільового характеру зовнішніх запозичень, зокрема витрачання залучених коштів тільки на цілі обслуговування боргів в іноземній валюті та на реалізацію інноваційно-інвестиційних проєктів;
- посилення контролю за ефективністю використання залучених державою та під державні гарантії коштів. Зокрема, слід передбачити, що кошти, залучені під державні гарантії, мають спрямовуватися на фінансування інвестиційних, інноваційних, інфраструктурних та інших проєктів розвитку, які мають стратегічне значення та

реалізація яких сприятиме розвитку економіки України, зокрема експорторієнтованих і енергозберігаючих проектів.

Механізми індексації платежів за прив'язаними до валютного курсу борговими цінними паперами можуть бути такими.

1. До валютного курсу індексуються тільки купонні платежі, а номінал не індексується. Отже, сума всіх платежів за облігацією може бути представлена таким чином (за припущення, що купонні платежі сплачуються один раз на рік):

$$\sum_{i=1}^n Cf_i = \sum_{i=1}^n \left( N \cdot r \prod_{i=1}^n er_i \right) + N, \quad (2.2)$$

де  $N$  – номінал облігації,  $grn$ ;  $r$  – купонна ставка облігації, % річних;  $er_i$  – темп приросту обмінного валютного курсу в  $i$ -му періоді до попереднього періоду,  $grn$ ;  $n$  – строк облігації, років.

Формула (2.2) передбачає визначення кожного наступного купонного платежу шляхом індексації попереднього до зміни валютного курсу за цей період. Можливим є також проведення індексації купонних платежів шляхом індексації номіналу (в цілях розрахунку купонного платежу, а не для погашення основної суми) та множенням купонної ставки на такий індексований номінал. У такому разі платежі за облігацією визначатимуться за формулою, яка збігатиметься з формулою (2.2). Водночас кожен купонний платіж може визначатися шляхом індексації номінального (визначеного множенням купонної ставки на номінал) до темпу приросту валютного курсу в кожному періоді нарахування процентів. При цьому сума всіх платежів за облігацією дорівнює:

$$\sum_{i=1}^n Cf_i = \sum_{i=1}^n \left( N \cdot r \cdot er_i^b \right) + N, \quad (2.3)$$

де  $er_i^b$  – темп приросту валютного курсу в  $i$ -му періоді порівняно з базовим, *од.*, дорівнює:

$$er_i^b = \prod_{i=1}^n er_i. \quad (2.4)$$

Всі описані способи розрахунку еквівалентні між собою, хоча й передбачають різну послідовність дій.

Такий механізм без індексації номіналу забезпечує збереження вартості інвестованих коштів в еквіваленті іноземної валюти за умови, що купонна ставка перевищить певний визначений рівень. Якщо девальва-

ція перевищить рівень індексації купонної ставки, купівля валютної облігації буде збитковою.

2. Наступним механізмом індексації є індексація тільки номіналу облігації (основної суми боргу), тоді як купонні платежі не індексуються. Сума всіх грошових потоків, які генеруватиме облігація, матиме вигляд:

$$\sum_{i=1}^n Cf_i = N \cdot (1+r)^n + N \cdot er_n^b, \quad (2.5)$$

де  $er_n^b$  – темп приросту валютного курсу в останньому ( $n$ -му) періоді у порівнянні з базовим, *од*.

Цей механізм дає інвесторам можливість зберегти вартість первинно інвестованих коштів у еквіваленті іноземної валюти та отримати певний рівень прибутку за рахунок відповідних купонних платежів. Однак рівень прибутку в еквіваленті іноземної валюти буде наперед невизначеним через невизначеність курсових змін. Для інвесторів такі цінні папери можуть бути цікавими у разі, коли вони переслідують тільки мету збереження вартості в еквіваленті іноземної валюти та є байдужими до рівня прибутку. Процентна ставка за такими цінними паперами буде меншою за ставку за облігаціями з механізмом індексації, описаним вище, однак вищою за ставку облігацій із механізмом індексації, наведеним нижче.

Найпривабливішими для інвесторів є облігації, всі платежі за якими індексуються до валютного курсу (купонні платежі та номінал). Грошові потоки за цими інструментами можуть бути представлені в такому вигляді:

$$\sum_{i=1}^n Cf_i = \sum_{i=1}^n (N \cdot r \cdot er_i^b) + N \cdot er_n^b. \quad (2.6)$$

Перевагою для інвесторів при купівлі таких цінних паперів є отримання ними фіксованого і відомого наперед доходу в еквіваленті іноземної валюти.

Таким чином, перший механізм не є доцільним, оскільки не користуватиметься попитом серед учасників ринку. В другому випадку пропонувані інструменти користуватимуться попитом серед інвесторів, які переслідують мету тільки збереження вартості грошей в еквіваленті іноземної валюти, а третій механізм дасть змогу залучити кошти учасників ринку, які бажають не лише зберегти вартість заощаджень, а й отримати прибуток в еквіваленті іноземної валюти. Для держави вигіднішим є

другий механізм, оскільки він сприяє стабілізації витрат в еквіваленті національної валюти, однак обсяг залучених коштів на таких умовах може бути меншим порівняно з випуском інструментів у третьому випадку.

У сучасному світі відбуваються кардинальні зміни валютного устрою, що, з одного боку, є досить небезпечним для України і загрожує погіршенням зовнішньоекономічних умов та різкими курсовими стрибками. З другого боку, в умовах загострення конкуренції між потужними світовими валютами Україна отримує можливість свідомо обирати майбутній напрям інтеграції й наполегливо відстоювати власні пріоритети й умови такої інтеграції.

### **2.3. КРИТИЧНІ РІВНІ БОРГОВИХ ІНДИКАТОРІВ У СИСТЕМІ ОЦІНЮВАННЯ БОРГОВОЇ СТІЙКОСТІ**

Боргова стійкість оцінюється за показниками поточного й прогнозованого обсягу державного боргу та його обслуговування, що порівнюються з індикаторами потенціалу держави виконувати боргові зобов'язання (ВВП, експортних надходжень, доходів бюджету тощо). Ключовим елементом методики оцінювання боргової стійкості є вибір адекватних граничних показників боргового навантаження з урахуванням специфічних умов країни й результатів проведених емпіричних досліджень.

Проблема визначення допустимого рівня боргового навантаження для кожної країни є надзвичайно важливою. Державні позики можуть допомогти країні прискорити темпи економічного зростання за рахунок фінансування продуктивних інвестицій, вони ж можуть пом'якшити наслідки дії несприятливих зовнішніх факторів в економіці. Проте, якщо нація або уряд накопичують боргові зобов'язання понад рівень, який вони здатні обслуговувати, може виникнути боргова криза, яка призведе до значних економічних і соціальних втрат.

Серед фахових досліджень зустрічаються різні, часто відмінні точки зору щодо рівня боргової безпеки. Так, українські дослідники О. Барановський і М. Єрмошенко фіксують різні зіставні показники боргової безпеки з фіксацією порогових значень у відсотках. Зокрема, О. Барановський вважає прийнятними такі орієнтири запозичень: обсяг внутрішнього боргу до ВВП – 30 %, заборгованість уряду за державними цінними паперами до ВВП – не більше 30 %; сукупні платежі з обслуговування внутрішнього боргу до доходів бюджету – не більше 25 %; поточна

потреба в обслуговуванні і погашенні внутрішнього боргу до податкових надходжень бюджету – 25 %; обсяг зовнішнього боргу до ВВП – 25 %; державний зовнішній борг до річного експорту товарів і послуг – не більше 165 %; сукупні платежі з обслуговування зовнішнього боргу до річного експорту товарів і послуг – не більше 18 %<sup>102</sup>.

М. Єрмошенко пропонує такі критичні показники зовнішньої заборгованості: рівень платежів з обслуговування боргу до обсягу доходів державного бюджету – 30 %; сума зовнішньої заборгованості до ВВП – 80–100 %; рівень платежів з обслуговування зовнішнього боргу до обсягу річного експорту – 20 %; рівень зовнішньої заборгованості на душу населення – 200 дол. США; рівень обсягу зовнішньої заборгованості до обсягу річного експорту – 200 %<sup>103</sup>.

При врахуванні можливих макроекономічних наслідків, пов'язаних із надмірним рівнем державного боргу чи витрат на його обслуговування, слід зважати на такі негативні прояви державного боргу:

- 1) державні запозичення у довгостроковій перспективі можуть призвести до скорочення споживання внаслідок зменшення інвестицій у реальний сектор економіки, хоча на короткому проміжку часу державні позики підвищують споживання;
- 2) завищені ставки запозичень і активна участь НБУ в операціях із борговими інструментами зумовлюють тиск на грошово-кредитний, зокрема і на валютний сектори фінансового ринку;
- 3) обслуговування зовнішнього боргу потребує передачі частини вартості національного продукту у власність кредиторам, тобто вилучається із споживання і нагромадження в межах внутрішнього ринку;
- 4) при перевищенні певних величин позики перевантажують видаткову частину державного бюджету і посилюють фіскальний характер надходжень від приватизації.

Загальновизнаними індикаторами боргової стійкості у частині рівня боргового навантаження і витрат на обслуговування боргу є такі:

- державний і гарантований державою борг, % ВВП;
- державний і гарантований державою борг, % доходів державного бюджету;
- валовий зовнішній борг, % експорту товарів і послуг;

<sup>102</sup> Барановський О. І. Фінансова безпека / О. І. Барановський. – К. : Фенікс, 1999. – С. 168–169.

<sup>103</sup> Єрмошенко М. М. Фінансова безпека держави / М. М. Єрмошенко. – К. : КНТЕУ, 2001. – С. 204.

- погашення й обслуговування державного боргу, % доходів бюджету;
- погашення і обслуговування довгострокового зовнішнього сукупного боргу, % експорту товарів і послуг.

Серед міжнародних експертів досягнуто згоди стосовно того, що поряд з показниками обсягу боргу і витрат на його обслуговування стан боргової стійкості слід також відслідковувати на основі ряду фіскальних індикаторів, які впливають на рівень боргових ризиків та індикаторів структури державного боргу<sup>104</sup> До вказаної групи індикаторів слід віднести:

- 1) валові потреби уряду в позичковому фінансуванні у поточному чи наступному періодах, % ВВП;
- 2) частка боргових зобов'язань, деномінованих в іноземній валюті чи прив'язаних до валютного курсу, в загальній сумі державного боргу, %;
- 3) середній термін до погашення внутрішнього та зовнішнього державного боргу, років.

Показник *співвідношення державного і гарантованого державою боргу та обсягу ВВП* дає можливість оцінити рівень боргового навантаження на економіку країни і відображає можливості держави розраховуватися з кредиторами виходячи з економічного потенціалу. В Україні вказаний показник станом на початок 2014 р. дорівнював 40,2 % ВВП, тоді як загалом для країн з ринками, що формуються, – 34,9 % ВВП<sup>105</sup>. А граничне значення державного боргу для вказаної групи країн не перевищує 40 % ВВП.

За висновками численних емпіричних досліджень, які проводилися зарубіжними та вітчизняними вченими, економічно безпечний розмір державного боргу для країн із ринками, що формуються, не перевищує 25–40 % ВВП.

У спільній роботі МВФ і Світового банку зазначається, що країни зі слабкими інститутами і неефективною економічною політикою характеризуються підвищеними ризиками боргової кризи при досягненні державним боргом рівня 30 % ВВП, 100 % доходів бюджету і накопиченні сумарного зовнішнього боргу обсягом 200 % експорту<sup>106</sup>.

<sup>104</sup> IMF Working Paper. Assessing Fiscal Stress / Prepared by Emanuele Baldacci, Iva Petrova, Nazim Belhocine, Gabriela Dobrescu, and Samah Mazraani. – May 2011.

<sup>105</sup> International Monetary Fund. Fiscal Monitor, April 2014 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org>.

<sup>106</sup> International Monetary Fund and International Development Association. Debt Sustainability in Low-Income Countries (вказана праця).

Результати емпіричних досліджень, які проводилися міжнародними фінансовими організаціями для визначення критичних рівнів боргового навантаження в країнах з низьким із середнім рівнем доходів, наведені у табл. 2.3.

За висновком МВФ, країни з ринками, що формуються, не спроможні забезпечувати боргову стійкість, якщо державний борг перевищує рівень 50 % ВВП, а загалом прийнятний рівень державного боргу для типової країни з ринком, що формується, становить лише 25% ВВП<sup>107</sup>.

Дж. Імбс і Р. Рансьєр довели, що проблема боргового навантаження стає актуальною при досягненні державним боргом рівня 30–35 % ВВП<sup>108</sup>. Е. Балдассі, І. Петрова та ін. продемонстрували, що критичне значення відношення суспільного боргу (державного і місцевого боргу) до ВВП для країн з ринками, що формуються, становить 42,8 % ВВП<sup>109</sup>.

Згідно з оцінками фахівців МВФ, у період 1970–2001 рр. більше половини суверенних дефолтів мали місце у країнах з показником відношення державного боргу до ВВП менше 40 %, а 2/3 дефолтів – у країнах, що мали відношення державного боргу до ВВП на рівні, нижчому за 60 % ВВП<sup>110</sup>.

Таблиця 2.3

**Граничні показники боргового навантаження за результатами досліджень міжнародних фінансових організацій, %**

Боргові індикатори	Оцінки Світового банку	Оцінки МВФ
Державний борг / ВВП	21 – 49	26 – 58
Зовнішній сумарний борг / експорт товарів і послуг	79 – 300	83 – 276
Державний борг / доходи бюджету	142 – 35	138 – 264

Джерело: UNDP. Debt Sustainability Framework for low-income countries / Workshop on Debt, Finance and Emerging Issues in Financial Integration, London, March 6–7, 2007.

<sup>107</sup> International Monetary Fund. World Economic Outlook. September, International Monetary Fund, Washington, DC. – 2003.

<sup>108</sup> *Imbs J.* The Overgang Hangover / J. Imbs, R. Ranciere // World Bank Policy Research Working Paper. – 2005. – № 3673.

<sup>109</sup> IMF Working Paper. Assessing Fiscal Stress / Prepared by Emanuele Baldacci, Iva Petrova, Nazim Belhocine, Gabriela Dobrescu, and Samah Mazraani. – May 2011.

<sup>110</sup> International Monetary Fund. Sustainability Assessments – Review of Application and Methodological Refinements. Discussion Paper, June, International Monetary Fund, Washington, DC. – 2003.



Показник *відношення державного і гарантованого державою боргу до доходів державного бюджету* відображає можливість покриття доходами бюджету діючих боргових зобов'язань держави. В Україні за підсумками 2013 р. вказане співвідношення дорівнювало 172,3 % і дещо перевищувало гранично допустимий рівень (табл. 2.4).

*Відношення зовнішнього сукупного боргу* (який, крім державного боргу, включає також борги банків і підприємств) *до експорту товарів і послуг* вказує на можливість обслуговувати зовнішні борги всіх секторів економіки за рахунок надходжень від експорту товарів і послуг. Чим більше розвинений експортний сектор національної економіки, тим більше можливостей є в її суб'єктів для виконання боргових зобов'язань за зовнішніми позиками. Валовий зовнішній борг України станом на 31 грудня 2013 р. дорівнював 167,1 % експорту, тобто більше ніж удвічі перевищував середній рівень для країн з низькими і середніми доходами (74,3 %) і впритул наближався до граничного рівня – 150–200 % експорту.

Показники *обслуговування державного боргу* визначають рівень боргового навантаження у термінах відволікання обмежених економічних і фінансових ресурсів від реалізації програм у соціально-економічній сфері. Співвідношення витрат за державним боргом до доходів бюджету дає можливість робити висновки щодо стійкості системи державних фінансів у критичному випадку неможливості рефінансування державного боргу. В Україні суми погашення й обслуговування державного боргу відносно доходів державного бюджету перебувають на прийнятному рівні. Вказане співвідношення у 2013 р. становило близько 33 %, тоді як гранично допустиме значення – 45 %.

*Відношення обсягу платежів за зовнішнім сукупним боргом до експорту товарів і послуг* відображає частку надходжень від експорту, яку держава та суб'єкти національної економіки змушені спрямовувати на виконання боргових зобов'язань за зовнішніми кредитами (позиками). Цей показник є важливим індикатором зовнішньої платоспроможності країни, оскільки джерелом надходження іноземної валюти для виконання зовнішньоборгових зобов'язань резидентів країни є експортна виручка та надходження нових зовнішніх позик. Відношення обсягу платежів за зовнішнім сукупним боргом до експорту товарів і послуг України за підсумками 2013 р. становило 40,7 %, тоді як граничний показник – 20 %. Зазначимо, що у країнах з низьким і середнім рівнем доходів частка експортних надходжень, яка відволікалася на боргові виплати, була впр'ятеро нижчою й дорівнювала 8,8 % у 2011 р.

Таблиця 2.4

## Індикатори боргової стійкості та рівень боргових ризиків в Україні станом на 31.12.2013

Показники	Фактичні значення для України	Гранично допустиме значення <sup>1</sup>	Середнє для країн з ринками, що формуються	Оцінка ризиків за 10-бальною шкалою <sup>2</sup>
Державний борг і гарантований державою борг, % до ВВП	40,2	40	34,9	10
Валовий зовнішній борг, % експорту товарів і послуг	167,1	200	74,3	8
Державний і гарантований державою борг, % доходів державного бюджету	172,3	150	143	10
Валові потреби уряду в позичковому фінансуванні (сума планованого дефіциту бюджету і погашення боргу), % до ВВП	10,9	15	10,3	7
Частка зобов'язань в іноземній валюті в загальній сумі державного боргу, %	59,8	50	54,9	10
Погашення і обслуговування державного боргу, % доходів державного бюджету	32,9	45	–	6
Погашення і обслуговування довгострокового зовнішнього боргу, % експорту	40,7	20	8,8	10
Середній термін до погашення внутрішнього та зовнішнього державного боргу, років	5,0	2,3	6,4	5

<sup>1</sup> Гранично допустимі значення вказаних індикаторів, які отримано за рекомендаціями МФО та результатами емпіричних досліджень.

<sup>2</sup> 10 балів відповідає максимальному рівню ризику.

Складено за даними МВФ, МБРР, НБУ, Міністерства фінансів України, Державної служби статистики України.

Фахівці Світового банку, дещо модифікуючи підходи до оцінки боргової стійкості, запропонували встановити різні критичні рівні боргового навантаження для трьох груп країн: сильних, середніх і слабких, які оцінювалися за показниками інституційної спроможності і якості економічної політики<sup>111</sup>. Такі критичні рівні наведено у табл. 2.5.

Оцінка вказаних порогових значень ґрунтувалася на такому положенні, сформульованому фахівцями Світового банку А. Крааєм і В. Неру: основними факторами, які пояснюють суттєву частину міжкраїнної та міжчасової варіації ймовірності боргової кризи, є рівень боргового навантаження, якість економічної політики та інститутів, величина і тип макроекономічних шоків. Такий висновок вчені отримали за результатами емпіричного дослідження періодів боргових ускладнень у міжнародній практиці, що проводилося з використанням пробіт-моделей. Боргові ускладнення визначалися авторами як одна з трьох подій: припинення обслуговування боргу й накопичення заборгованості уряду-позичальника перед кредиторами, реструктуризація боргу Паризькому клубу кредиторів, отримання кредитів МВФ для підтримки платіжного балансу.

За результатами кількісного аналізу А. Крааєй і В. Неру встановили: країни зі слабкими інститутами і неякісною економічною політикою, у яких державний борг не досягає рівня 30 % ВВП, 100 % експорту і 150 % доходів бюджету, характеризуються такими самими ризиками боргових

Таблиця 2.5

**Порогові значення боргових індикаторів за оцінками Світового банку. Градація країн за якістю політики і дієвістю інститутів, %**

Боргові індикатори	Сильні	Середні	Слабкі
Державний борг / ВВП	50	40	30
Зовнішній сумарний борг / експорт товарів і послуг	200	150	100
Обслуговування зовнішнього боргу / експорт товарів і послуг	25	20	15
Державний борг / доходи бюджету	250	200	150
Обслуговування державного боргу / доходи бюджету	35	30	25

Складено за даними Світового банку.

<sup>111</sup> *Kappagoda N. Debt Sustainability Framework for Low Income Countries / N. Kappagoda ; paper presented at the Workshop on Debt, Finance and Emerging Issues in Financial Integration, London, March 6–7, 2007.*

ускладнень, як і країни з сильними інститутами, у яких державний борг не перевищує рівня 50 % ВВП, 200 % експорту і 250 % доходів бюджету<sup>112</sup>.

У світовій практиці, крім показників, пов'язаних із рівнем державного боргу та обсягами боргових виплат, для оцінки перспектив утримання боргової стійкості та дотримання умов боргової безпеки використовують третю групу показників – показників структури державного боргу та ключових факторів впливу на боргову динаміку. Передусім – це показники структури за видами валют і строковістю боргових зобов'язань. Відповідність структури державного боргу оптимальним значенням та відсутність суттєвих структурних деформацій є вагомими детермінантами зменшення зовнішньої вразливості фінансової системи. На противагу цьому, різкі зміни валютних курсів та/або процентних ставок за ризикової структури державного боргу можуть мати суттєвий негативний вплив як на обсяги боргових виплат, так і на рівень боргу загалом.

Для оцінки ступеня ризиковості структури державного боргу традиційно використовують такі основні показники: частка зовнішнього боргу в загальній сумі боргу, яка вказує на вразливість боргового портфеля уряду до валютних ризиків; та середня строковість боргових зобов'язань, що є показником вразливості до ризику рефінансування боргу.

Показник *валових потреб уряду в позичковому фінансуванні* у поточному чи наступному періоді являє собою суму планового дефіциту бюджету і погашення боргу з загального та спеціального фондів державного бюджету, що припадає на відповідний період. Він вказує на обсяг потреб уряду в залученні позичкових коштів і засвідчує вразливість державних фінансів до ризиків рефінансування державного боргу. Наші розрахунки на 2013 р. засвідчують, що валові потреби уряду в позичковому фінансуванні в цілому за рік становлять 10,9 % ВВП, що є нижчим за граничний показник (15 % ВВП) та приблизно відповідає середньому рівню для країн з ринками, що формуються, – 10,3 % ВВП.

*Частка боргових зобов'язань в іноземній валюті чи прив'язаних до валютного курсу* в загальній сумі державного боргу є важливим показником для оцінки вразливості державних фінансів до коливань валютного курсу національної валюти. Цей показник виражає величину потреб держави в іноземній валюті для обслуговування боргу та певним чином ступінь довіри до національної валюти. В Україні станом на 1 січня 2014 р. частка державного і гарантованого державою боргу, що під-

<sup>112</sup> Kraay A. When Is External Debt Sustainable? / A. Kraay, V. Nehru // World Bank Policy Research Working Paper. – 2004. – WPS 3200. – 49 p.

лягає погашенню в гривнях, дорівнювала 40,2 %. Таким чином, в іноземній валюті чи з прив'язкою до валютного курсу має погашатися 59,8 % боргу. Така частка суттєво перевищує граничний рівень у 50 %<sup>113</sup>.

**Середній термін до погашення внутрішнього та зовнішнього державного боргу** вказує на стійкість фінансової позиції держави до ризиків рефінансування боргу і засвідчує її вразливість до змін настроїв учасників фінансового ринку. Цей показник виражається в роках. Як правило, невисока ефективність зусиль держави щодо підвищення довіри суб'єктів ринку до державних цінних паперів зумовлює зменшення середнього терміну до погашення державного боргу. Згідно з оцінками Мінфіну, в 2013 р. середній термін до погашення внутрішнього та зовнішнього державного боргу України становив п'ять років, що суттєво перевищує мінімально допустимий показник – 2,3 року, однак є меншим за середній показник для країн із ринками, що формуються, – 6,4 року.

Дані табл. 2.4 з очевидністю вказують на те, що тривалий середній термін до погашення державного боргу України (п'ять років), помірні потреби уряду в позичковому фінансуванні відносно ВВП (10,3 % на 2013 рік) і прийнятний рівень погашення й обслуговування державного боргу відносно доходів державного бюджету (32,9 %) генерують мінімальні ризики для утримання боргової стійкості і не викликають суттєвих загроз для платоспроможності держави.

Важливо зазначити, що встановлені за цим підходом граничні значення є за своєю суттю динамічними, оскільки країни, які вдосконалюють свою політику та інститути, безболісно зможуть витримати вищий рівень боргу. На противагу інституційним і політичним аспектам, уразливість країни до впливу шоків (що також є важливою для оцінки боргової стійкості) враховується не при визначенні граничних рівнів боргових показників, а при проведенні стрес-тестів, які допомагають встановити обґрунтовані параметри позичкової політики держави (що дають змогу утримувати боргову стійкість) навіть у разі виникнення зовнішніх шоків.

У теорії та практиці управління державними фінансами немає чітко фіксованих показників оцінки критичності обсягу державного боргу та його обслуговування, універсальних для країн із різним рівнем економічного розвитку. Діагностика потенційних і наявних боргових проблем, застосування превентивних заходів завжди корелюється з макроекономічним станом позичальників, темпами відтворення в базових та

<sup>113</sup> IMF Working Paper. Assessing Fiscal Stress // Prepared by Emanuele Baldacci, Iva Petrova, Nazim Belhocine, Gabriela Dobrescu, and Samah Mazraani. – May 2011.

інфраструктурних галузях, з позиціями в міжнародному поділі праці і русі капіталів.

Аналіз різних підходів до визначення порогових значень заборгованості демонструє, що має місце ситуативна селективність, суб'єктивний варіативний діапазон кількісних оцінок і умовна допустимість їхнього використання як орієнтирів економічної безпеки.

Порівняння фактичного рівня індикаторів боргового навантаження, валютно-фінансової вразливості, структури боргу та рівня боргових виплат з гранично допустимими і середніми показниками для країн з ринками, що формуються, дає підстави для висновку про критично високий рівень боргових ризиків в Україні. Про високу ймовірність порушення боргової стійкості в Україні сигналізують такі індикатори:

- валовий зовнішній борг – 167,1 % експорту товарів і послуг;
- державний і гарантований державою борг – 172,3 % доходів державного бюджету;
- частка зобов'язань, деномінованих в іноземній валюті в загальній сумі державного боргу – 59,8 %;
- погашення і обслуговування довгострокового зовнішнього боргу – 40,7 % експорту.

Проте навіть за умови недосягнення борговими індикаторами критичних значень, слід зважати на такі чинники, як:

- коливання обсягів заборгованості, видатків на його обслуговування та витрат на погашення в різні періоди;
- плата за запозичені кошти порівняно висока і має місце нерівномірність платежів з обслуговування й погашення державного боргу;
- уразливість системи управління боргом до кон'юнктурних коливань фінансових ринків та ризиків зміни валютного курсу (що підтвердилося у нестабільні періоди, зокрема у 2008–2009 рр.);
- низький порівняно з іншими країнами рівень кредитного рейтингу (спекулятивного класу);
- відсутність у належній деталізації звітності про стан ринку державного боргу, що робить боргову політику недостатньо прозорою для потенційних кредиторів, як внутрішніх, так і зовнішніх.

Інтегральний показник боргових ризиків за наведеними у табл. 2.4 індикаторами свідчить про належність України до країн із високим ризиком порушення боргової стійкості. І хоча наразі немає проблем з виконанням боргових зобов'язань, дія будь-яких несприятливих чинників зовнішнього чи внутрішнього характеру (закриття міжнародного ринку

капіталів, некерована девальвація гривні, неконтрольоване збільшення дефіциту бюджету, трансформація умовних зобов'язань держави у прямий борг тощо) може суттєво погіршити платоспроможність держави та підірвати фінансову стабільність в країні.

## **2.4. СЕРЕДНЬОСТРОКОВІ ПРОГНОЗИ І СТРЕС-ТЕСТИ ЯК ІНСТРУМЕНТАРІЙ ОЦІНЮВАННЯ БОРГОВОЇ СТІЙКОСТІ**

Науково-методичну основу оцінювання боргової стійкості становить прогнозування розміру державного боргу й витрат на його обслуговування на середньо- чи довгострокову перспективу та зіставлення боргових показників з критичними значеннями.

На першому етапі оцінювання боргової стійкості проводиться прогнозування рівня державного боргу й спроможності уряду обслуговувати накопичені борги на основі різних допущень щодо динаміки макроекономічних і фінансових показників. Надалі проводиться вибір адекватних індикаторів для оцінки боргової спроможності й визначення рівня, досягнення якого сигналізуватиме про накопичення надмірного боргового навантаження й виникнення труднощів з обслуговуванням боргів.

Оцінювання боргової стійкості дає можливість проводити моніторинг і здійснювати аналіз еволюції державного боргу при альтернативних допущеннях щодо макроекономічної ситуації у країні, реалізації впливу зовнішніх чинників і впровадженні певних рішень у бюджетно-податковій сфері. Результати вказаного аналізу мають створювати підґрунтя для розроблення позичкової політики держави й узгодження потреб держави у фінансових ресурсах з її можливостями виконувати взяті на себе зобов'язання.

Згідно зі стандартним підходом до оцінювання боргової стійкості, вона проводиться у рамках середньострокових сценаріїв динаміки макроекономічних, фінансових і боргових показників. Такі сценарні розрахунки здійснюються з метою визначення умов, за яких рівень державного боргу стабілізується чи боргові індикатори досягнуть заданого рівня, а також з метою визначення основних ризиків для стійкості державного боргу і з'ясування масштабів необхідних коригувань (як у сфері бюджетно-податкової політики, так і у площині економічних перетворень).

Аналіз боргової стійкості скеровується на оцінку майбутніх подій і має ймовірнісний характер. Прогнозування боргових показників ґрунтується на взаємопов'язаності боргової стійкості й економічних умов чи макроекономічної політики.

Прогнозні розрахунки у рамках середньострокових сценаріїв проводяться на основі методології імітаційного моделювання. Такий підхід дає змогу оцінити наслідки поточної політики і вплив майбутніх економічних шоків на стан боргової стійкості, а також визначити ризикові фактори для динаміки боргових показників України.

Імітаційне моделювання передбачає відтворення поведінки системи, яка досліджується, на основі аналізу найбільш суттєвих взаємозв'язків між її елементами. У ході імітаційного моделювання система, що вивчається, замінюється моделлю, котра з достатньою точністю описує реальну систему. На наступному етапі дослідження для отримання необхідної інформації про економічну чи фінансову систему з моделлю проводяться спеціальні експерименти – імітуються різні ситуації.

Економіко-математична модель ґрунтується на допущеннях про те, що спроможність держави обслуговувати свій борг залежить як від рівня боргового навантаження, так і від майбутньої динаміки дефіциту бюджету, структури його фінансування і умов отримання нових позик, зміни економічного і фінансового базису для обслуговування накопичених боргів – ВВП країни, експорту товарів і послуг, доходів бюджету.

За базовими допущеннями моделі головними факторами, які впливають на відносні показники обсягу державного боргу і витрат на його обслуговування, є темпи зростання реального ВВП, динаміка інфляційних процесів і обмінного курсу; величина експорту товарів і послуг; дефіцит державного бюджету; накопичений обсяг боргових зобов'язань держави; вартість обслуговування державного боргу; потенціал залучення позичкових коштів із внутрішніх і зовнішніх джерел.

В основу економіко-математичної моделі покладено такі співвідношення між макроекономічними та фінансовими показниками:

$$DB_t = DB_{t-1} - k \cdot D_t, \quad (2.7)$$

де  $DB_t$  – обсяг внутрішнього державного боргу на кінець поточного року;  $DB_{t-1}$  – обсяг внутрішнього державного боргу на кінець поперед-



нього року;  $k$  – частка дефіциту державного бюджету, що фінансується з внутрішніх джерел;  $D_t$  – сальдо державного бюджету.

$$FB_t = FB_{t-1} - \frac{s \cdot D_t}{e_t}, \quad (2.8)$$

де  $FB_t$  – обсяг зовнішнього державного боргу на кінець поточного року, дол. США;  $FB_{t-1}$  – обсяг зовнішнього державного боргу на кінець попереднього року, дол. США;  $s$  – частка дефіциту державного бюджету, що фінансується із зовнішніх джерел;  $D_t$  – сальдо державного бюджету, грн;  $e_t$  – середньорічний обмінний курс гривні до дол. США у поточному періоді.

$$DBS_t = DB_{t-1} \frac{\sum_{j=1}^{t-j+1} i_{t-j+1}}{m \cdot 100}, \quad (2.9)$$

де  $DBS_t$  – обслуговування внутрішнього державного боргу у поточний період;  $DB_{t-1}$  – обсяг внутрішнього державного боргу на кінець попереднього року;  $i_{t-j+1}$  – номінальна процентна ставка за внутрішніми державними позиками у період  $(t - j + 1)$ ;  $m$  – середня строковість внутрішніх боргових зобов'язань уряду в поточний період.

$$FBS_t = FB_{t-1} \cdot \frac{\sum_{j=1}^{t-j+1} r_{t-j+1}}{m_f \cdot 100}, \quad (2.10)$$

де  $FBS_t$  – обслуговування зовнішнього державного боргу у поточний період, дол. США;  $FB_{t-1}$  – обсяг зовнішнього державного боргу на кінець попереднього року, дол. США;  $r_{t-j+1}$  – номінальна відсоткова ставка за зовнішніми державними позиками у період  $(t - j + 1)$ ;  $m_f$  – середня строковість зовнішніх боргових зобов'язань уряду в поточний період.

Вхідними параметрами імітаційної моделі, на основі якої здійснюються середньострокові прогнози, є такі:

- темп зростання реального ВВП;
- індекс споживчих цін;
- валютний курс, середньорічний і на кінець періоду;
- експорт товарів і послуг;
- доходи Зведеного і Державного бюджету України;
- дефіцит державного бюджету;
- надходження від приватизації державного майна;

- дефіцит державного бюджету, фінансований із боргових джерел;
- середня процентна ставка обслуговування державного боргу, % річних у валюті позики.

Прогнозуючи вказані показники, слід враховувати, що якісні прогнози мають спиратися на ретельне опрацювання передумов сценарію і враховувати ймовірність впливу зовнішніх шоків.

Імітаційне моделювання у рамках середньострокових сценаріїв дає можливість отримати такі результативні показники:

- номінальні величини обслуговування внутрішнього і зовнішнього державного боргу;
- обслуговування державного боргу у % до ВВП і доходів державного бюджету;
- обслуговування зовнішнього державного боргу, % експорту товарів і послуг;
- абсолютна величина внутрішнього державного боргу;
- абсолютна величина зовнішнього державного боргу;
- прямий державний борг, % до ВВП;
- сумарний державний борг (прямий і гарантований), % до ВВП;
- прямий державний борг, % доходів державного бюджету;
- зовнішній прямий державний борг, % експорту товарів і послуг.

Розрахунки, як правило, проводяться за базовим сценарієм та з використанням різних стрес-тестів, призначених для оцінювання впливу макроекономічних шоків й окремих політичних рішень на майбутню динаміку обсягу державного боргу та витрат на його обслуговування.

Результати прогнозування динаміки державного боргу України й витрат на його обслуговування за базовим сценарієм і з використанням різних стрес-тестів представлені у інших розділах цієї роботи.

Таким чином, прогнозування у рамках середньострокових сценаріїв з використанням методології імітаційного моделювання дає змогу оцінити вплив розміру дефіциту бюджету; рівня процентних ставок за позиками; обсягу боргових зобов'язань держави; перспектив залучення позичкових коштів із внутрішніх і зовнішніх джерел; приросту реально-го ВВП, темпів інфляції і коливань обмінного курсу гривні на майбутню динаміку державного боргу та витрат у рахунок його обслуговування.

Важливою складовою оцінювання боргової стійкості є використання набору стандартних тестів для перевірки чутливості в рамках середньострокових сценаріїв, що встановлюють наслідки альтернативних подій у сферах макроекономіки, фінансових ринків та в галузі економічної політики.

Нині стрес-тести широко використовуються для вивчення стану фінансової системи і перспектив розвитку системи як загалом, так і в розрізі її окремих складових. У минулому, на початковій стадії апробації, стрес-тести слугували лише засобом оцінки обсягу і складу портфелів фінансових установ, залежно від впливу різноманітних чинників.

На сьогодні стрес-тестування застосовується як один із методів оцінки чутливості фінансової позиції уряду, обсягу боргових зобов'язань держави та розміру боргових виплат до впливу «виняткових, але правдоподібних» потрясінь.

Стрес-тести динаміки державного боргу в рамках макроекономічних сценаріїв дають можливість поєднати перспективні макроекономічні прогнози з оцінкою чутливості державного боргу (його загального обсягу, структурних складових, боргових виплат) до вірогідних потрясінь в економіці і фінансовій сфері.

Стрес-тести можуть бути як стандартизованими для різних країн, так і специфічними, пристосованими до умов конкретної країни. При цьому наслідки макрофінансових шоків та їхні взаємозв'язки у різних країнах можуть суттєво відрізнятись.

У процесі проведення стрес-тестів виділяють такі основні етапи:

- 1) виявлення основних сфер вразливості у сферах макроекономіки, фінансів, обсягів і складу державного боргу;
- 2) розроблення сценаріїв стрес-тестування;
- 3) обчислення впливу базових допущень сценарію на боргові показники на основі економіко-математичної моделі;
- 4) врахування можливого впливу вторинних ефектів на стан державного боргу і величину боргових виплат;
- 5) змістовна інтерпретація результатів стрес-тестів.

Виявлення сфер вразливості у сферах макроекономіки, фінансів і державного боргу має ґрунтуватися на глибоких знаннях економічної і фінансової ситуації в країні. Оцінка сфер вразливості може бути пов'язаною з історичними подіями, з поточною ситуацією в країні та з прогнозованими структурними і динамічними змінами.

Практичний досвід роботи з відповідними даними і глибокі знання макроекономічної ситуації в країні мають вагомe значення для розуміння «нормального» стану економічної системи (відносно випадків у минулому і відносно інших країн зі схожими соціально-економічними умовами), а також для передбачення не частих, але вірогідних подій, які можуть призвести до економічних і фінансових потрясінь.

Під час розроблення стрес-тестів необхідно насамперед визначити вірогідні події – макроекономічні і фінансові потрясіння, які матимуть негативний вплив на боргові показники. Вибір цих подій ґрунтується на ретроспективних даних чи перспективних оцінках, які мають достатнє економічне обґрунтування.

Суттєвими питаннями, які потребують вирішення у ході розроблення стрес-тестів, є такі: наскільки значними будуть шоки, вплив яких досліджується, і які саме шоки справлятимуть переважний вплив на динаміку боргових показників. Виокремлюють два основних підходи для визначення «виключних, але вірогідних потрясінь». По-перше, вони можуть ґрунтуватися на ретроспективних даних, отриманих або на основі звичайних змін, що мали місце раніше, або на основі екстремальних значень певного показника, які простежувалися у певний період в минулому. По-друге, виключні, але вірогідні потрясіння можуть визначатися на основі гіпотетичних змін виходячи з досвіду інших країн в аналогічній ситуації або з власних прогнозів розробників стрес-тестів.

М. Джоунс вказував на те, що, хоча історичні події інтуїтивно можуть здаватися прийнятнішими для побудови стрес-тесту, оскільки вони дійсно мали місце в реальному житті, вибір гіпотетичних сценаріїв, які не мали аналогів у минулому, може виявитися більш виправданим, особливо якщо в країні відбулися суттєві зміни у фінансовій системі, структурі економіки або коли курс податково-бюджетної чи грошово-кредитної політики зазнав істотних змін<sup>114</sup>.

Стрес-тести можуть ґрунтуватися на допущеннях одиничних шоків і множинних шоків, які поєднують вплив кількох несприятливих подій. Побудова сценаріїв одиничного шоку має на меті оцінити вразливість фінансової системи і стану державного боргу до впливу конкретної макроекономічної змінної – дефіциту бюджету, процентних ставок, валютних курсів, реального ВВП. А сценарії множинних шоків покликані оцінити вплив на боргову стійкість кількох факторів, які взаємопов'язані між собою і визначають динаміку боргових показників держави. Сценарії множинних шоків ураховують комплексні взаємозв'язки і природу сучасних фінансових і економічних криз.

Здебільшого стрес-тести для перевірки чутливості передбачають несприятливі потрясіння / шоки величиною в два середньоквадратичні відхилення тривалістю два роки за кожним із ключових параметрів

<sup>114</sup> Jones M. Stress-Testing Financial Systems: What to Do When the Governor Calls / M. Jones, P. Hilbers, G. Slack // IMF Working Paper. – 2004. – № 127.

окремо і один комбінований шок величиною в одне середньоквадратичне відхилення. Для перевірки на міцність комбінований шок моделюється також із застосуванням середньоквадратичних відхилень для певної вибірки країн.

Враховуючи реалії країн із ринками, що формуються, а також те, що за режиму фіксованого валютного курсу мінливість реального валютного курсу у минулому могла бути невисокою, при проведенні стрес-тестів розглядається також додатковий сценарій 30-відсоткового зниження валютного курсу національної валюти.

Переважно для оцінювання стійкості державного боргу моделюється також сценарій з вихідним екзогенним підвищенням боргового коефіцієнта на 10 % ВВП (тест призначений для оцінки наслідків виконання умовних зобов'язань уряду) і динамікою боргу в майбутньому, що детермінується допущеннями базового сценарію. В ідеальному випадку масштаб такого потрясіння має бути пов'язаним із показниками вразливості фінансового сектору, забезпечення стабільності якого є одним із найбільш вагомих умовних зобов'язань держави.

За визначення величини шоків дуже важливо досягти балансу і певного компромісу між величиною шоків і ймовірністю їх реалізації. Перелік шоків у рамках стрес-тестів та їх величина мають бути достатніми для того, аби охопити більшість факторів ризику сценарію. З іншого боку, якщо прогнозовані шоки матимуть надзвичайний характер, то майже всі країни будуть визначатися як «нестійкі», і вірогідність матеріалізації таких шоків виявиться занадто низькою для того, щоб надавати їй практичного значення. Без знання точного розподілу ймовірностей важко оцінити ймовірність настання шоку, скажімо, в розмірі двох середньоквадратичних відхилень.

Нерівність Чебишева свідчить, що вірогідність шоку, який перевищує за своєю величиною  $k$  середньоквадратичних відхилень від середнього значення, становитиме величину, що є меншою  $1/k^2$ . Але це обмеження – дуже слабке: стосовно шоку в два середньоквадратичні відхилення, воно означає вірогідність менше 25 %. За конкретних допущень розподілу ймовірностей доцільно ввести жорсткіші обмеження.

Наприклад, за допущення нормального розподілу, ймовірність шоку в два середньоквадратичні відхилення становить приблизно 2 % – ближче до емпіричної ймовірності, що вказана нижче. Шоки можуть також демонструвати серійну кореляцію: за повної кореляції, вірогідність дво-річної послідовності шоків у два середньоквадратичні відхилення також

становитиме 3–5 %. Якщо ж серійна кореляція буде відсутня, то ймовірність такої послідовності дорівнює приблизно 0,25 %.

Таким чином, проведення тестів для перевірки чутливості в плані дворічної послідовності несприятливих шоків величиною у два середньоквадратичні відхилення з подальшим поверненням до середнього значення минулих років має охоплювати більшість ризиків сценарію, за умови, що даних минулих періодів буде достатньо для характеристики достовірних розподілів ймовірності<sup>115</sup>.

Стандартні стрес-тести, які рекомендують проводити міжнародні фінансові організації, передбачають врахування впливу таких шоків:

- процентної ставки на базовому рівні плюс 1/2 стандартного відхилення;
- темпів зростання реального ВВП на базовому рівні мінус 1/2 стандартного відхилення;
- сальдо бюджету на базовому рівні мінус 1/2 стандартного відхилення;
- поєднання трьох зазначених вище параметрів із використанням 1/4 стандартного відхилення;
- одноразового зниження номінального валютного курсу на 10 %;
- одноразового збільшення умовних зобов'язань уряду на 10 % ВВП<sup>116</sup>.

Такі стрес-тести, на наш погляд, можуть застосовуватися у країнах з достатньо міцними фінансовими система і незначним ступенем вразливості економіки до впливу зовнішніх шоків. Урахування особливостей макрофінансової ситуації в Україні, структури її економіки, минулого досвіду виникнення й поширення кризових явищ, а також оцінка найбільш імовірних подій у майбутньому дають підстави для проведення стрес-тестів динаміки державного боргу України та витрат на його обслуговування за такими сценаріями:

- 1) збільшення дефіциту бюджету до рівня 5 % ВВП і продовження фіскальної експансії протягом 2–3 років;
- 2) негативного впливу шоку процентних ставок і 20–30 % девальвації національної валюти;

<sup>115</sup> Оценка устойчивости (Assessing Sustainability) : утв. Т. Гейтнером 28 мая 2002 года / Международный валютный фонд; Управление разработки и анализа политики. – С. 32.

<sup>116</sup> Кристофидес Х. Устойчивость долговой ситуации / Х. Кристофидес / Объединенный Венский институт. Лекция на семинаре по макроэкономическому управлению и вопросам финансового сектора (12 октября 2010 г.).

- 3) одноразового збільшення бюджетних зобов'язань на 10–15 % ВВП за рахунок матеріалізації умовних зобов'язань уряду;
- 4) негативного впливу зовнішніх шоків і скорочення експорту України та темпів зростання національного виробництва при погіршенні кон'юнктури міжнародних товарних ринків.

Оцінювання боргової стійкості на основі стрес-тестування є важливим інструментарієм аналізу ризиків, який широко використовується у міжнародній практиці. Проте він має окремі недоліки і слабкі місця:

- минулі події та майбутні шоки, величина яких розраховується на основі стандартних відхилень від історичних даних, не обов'язково будуть відтворюватися у майбутньому;
- масштаби й види шоків, які задаються як базові допущення імітаційної моделі, суб'єктивно визначаються розробниками моделі й відображають їхнє власне бачення основних факторів впливу на динаміку боргу і можливу величину такого впливу у разі реалізації негативного сценарію розвитку подій;
- історичні дані, на основі яких проводяться розрахунки, можуть відображати виняткові події, які у майбутньому не повторюватимуться.

Вказані недоліки, проте, не заперечують виняткового значення інструментарію оцінювання боргової стійкості і стрес-тестів державного боргу для попередження боргових ускладнень.

У рамках стандартного підходу оцінювання боргової стійкості 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, а й у можливих шоківих ситуацій. Лише за таких умов можна говорити про утримання боргової стійкості у майбутньому.

Результати стрес-тестів мають безпосередній вплив на процес розроблення політики державних запозичень. Зокрема, стратегія залучення державних позик потребуватиме суттєвих коригувань, якщо боргові показники за допущення шоківих ситуацій перевищуватимуть граничні рівні.

Загалом оцінювання боргової стійкості має забезпечити попередження формування надмірного боргового навантаження шляхом узгодження обсягів державних запозичень із поточною спроможністю і перспективами держави обслуговувати накопичені борги.

## 2.5. ОРГАНІЗАЦІЙНО-МЕТОДИЧНІ ПРОБЛЕМИ І ФАКТОРИ НЕВИЗНАЧЕНОСТІ У ПРОЦЕСІ ОЦІНЮВАННЯ БОРГОВОЇ СТІЙКОСТІ ДЕРЖАВНИХ ФІНАНСІВ

Вдосконалення процедур оцінювання боргової стійкості державних фінансів України, отримання достовірних прогнозних показників та формування науково обґрунтованих висновків для макрофінансової і боргової політики держави потребує розв'язання низки методичних та практичних проблем, пов'язаних з оцінюванням боргової стійкості.

Насамперед, досить актуальною проблемою для всього світу є *ідентифікація та оцінка макрофінансових ризиків*, які в кожній країні мають свою специфіку і по-різному впливають на перспективи утримання боргової стійкості.

Індикатори боргового навантаження та потреб у позичковому фінансуванні демонструють високу чутливість до макрофінансових шоків: шоків економічного зростання, процентних ставок, валютних курсів і первинного балансу бюджету. Тому перспективи утримання боргової стійкості у країні визначаються динамікою як боргових показників, так і показників макрофінансового середовища.

З огляду на це, стрес-тести у рамках методології імітаційного моделювання повинні максимально повно враховувати взаємозв'язки між процесами, які протікають унаслідок впливу макрофінансових шоків. Слід зазначити, що стрес-тести являють собою гнучкий і ефективний інструментарій, який може використовуватися борговими менеджерами для оцінювання впливу багатьох ризикових факторів, включаючи матеріалізацію умовних зобов'язань уряду.

В ідеалі комплексний підхід до оцінювання боргової стійкості потребує врахування:

- нестабільності макроекономічного середовища;
- вразливості державних фінансів до фінансового стану банківського сектору;
- можливості матеріалізації інших умовних зобов'язань – перекладення на центральний уряд боргів місцевих органів влади і державних підприємств;
- мінливості бази інвесторів і раптової зупинки надходження іноземного капіталу;
- ризиків поширення на національну економіку «ефектів зараження» від інших країн чи регіонів світу.



З огляду на це, аналіз і моніторинг макроекономічних ризиків, які впливають на боргову спроможність уряду, має стати невід'ємним елементом системи оцінювання боргової стійкості. Індикаторами макроекономічних і фінансових ризиків в економіці України виступають:

- сальдо поточного рахунку платіжного балансу, % до ВВП;
- зміна індексу споживчих цін, %;
- зміна індексу номінального обмінного курсу гривні до долара США і індексу реального ефективного обмінного курсу гривні, %;
- міжнародні резерви України, % до короткострокового зовнішнього боргу;
- валовий зовнішній борг, % до ВВП та % до експорту товарів і послуг;
- державний та гарантований державою борг, % до ВВП;
- дефіцит Державного бюджету України, % до ВВП;
- валові річні потреби у позичковому фінансуванні бюджету, % до ВВП;
- фінансові результати діяльності підприємств України;
- дебіторсько-кредиторська заборгованість між підприємствами України;
- банківські вимоги за кредитами, % до ВВП;
- співвідношення між банківськими кредитами і депозитами, %;
- частка проблемних кредитів у банківських портфелях, %;
- зміна індексу ПФТС, %.

У рамках методології імітаційного моделювання розміру боргового навантаження і боргових виплат з бюджету слід враховувати **комплексні взаємозв'язки між борговими і макроекономічними показниками, а також можливість зворотного впливу.**

Наприклад, загроза дефолту уряду може спровокувати втечу вкладників із банків чи паніку на валютному ринку. Вкладення банками значних сум коштів у державні цінні папери може загрожувати їхній платоспроможності у разі переходу цих активів до категорії проблемних. Тому оцінювання боргової стійкості має враховувати взаємозв'язки між станом державного боргу та стабільністю банківського сектору і валютного ринку країни.

Прогнозуючи співвідношення державного боргу і ВВП, слід за можливістю оцінити вплив боргового навантаження на обсяг ВВП і врахувати двосторонні зв'язки. Очевидно, що на темпи економічного зростання впливають і ступінь жорсткості бюджетно-податкової політики, і рівень реальних процентних ставок, які є детермінантами боргового навантаження.

Фахівці МВФ запропонували такі усереднені оцінки взаємозв'язків між макрофінансовими шоками, які можуть бути включені до процесу середньострокового прогнозування:

- погіршення первинного балансу бюджету на 1 % ВВП призводить до зростання ринкових процентних ставок на 0,25 в. п.;
- зниження темпів зростання реального ВВП здебільшого має своїм наслідком погіршення первинного балансу бюджету;
- 1 в. п. зменшення темпів зростання реального ВВП виливається у зниження темпів інфляції на 0,25 в. п.;
- зростання процентних ставок збільшує потреби у валовому позичковому фінансуванні бюджету;
- девальвація національної валюти спричиняє підвищення внутрішніх цін: ефект переносу для країн з ринками, що формуються, у середньому становить 0,25<sup>117</sup>.

В експортно орієнтованих країнах, що спеціалізуються на добуванні природних ресурсів і виробництві напівсировинної продукції, поряд із стандартними стрес-тестами – шоків економічного зростання, процентних ставок, обмінних курсів і первинного балансу бюджету, – доцільно також проводити стрес-тести погіршення умов торгівлі або зниження світових цін на продукцію національного експорту.

Ще однією важливою проблемою, яка потребує вирішення у рамках прикладних економічних досліджень, є *поєднання оцінювання боргової стійкості державних фінансів з оцінюванням зовнішньоборгової стійкості національної економіки*, яка проводиться з точки зору досягнення рівноваги платіжного балансу та уникнення дефолтів як уряду, так і національних корпорацій за зовнішньоборговими зобов'язаннями.

За традиційними підходами стійкість державного боргу і стійкість зовнішнього боргу оцінюються окремо, а комплексний аналіз боргової стійкості як у межах зовнішнього сектору, так і сектору державних фінансів країни породжує безліч проблем і викликів. Тому зазвичай аналіз стійкості державного боргу фокусується на оцінці спроможності уряду забезпечити рівень первинного бюджетного профіциту, достатнього для стабілізації рівня державного боргу, але при цьому поза увагою залишається питання про те, що обслуговування частини цього боргу потребує наявності в країні (чи в уряді) іноземної валюти.

При оцінці зовнішньої стійкості у центрі уваги стоїть необхідність для економіки загалом генерувати валютні ресурси та профіцит поточ-

<sup>117</sup> Staff Guidance Note for Public Debt Sustainability Analysis in Market-Access Countries / approved by S. Tiwari ; International Monetary Fund. – 2013. – May 9.

ного рахунку, які б дали можливість стабілізувати зовнішній борг і вчасно проводити його обслуговування. Але при цьому часто не ставиться питання про те, чи спроможні державні та приватні позичальники окремо один від одного акумулювати необхідні заощадження.

Коли приватний сектор має значні зовнішні зобов'язання, еквівалентність умов боргової стійкості державних фінансів та зовнішньо-боргової стійкості порушується. У цьому разі зовнішньо-боргова стійкість залежить не лише від внутрішніх бюджетних трансфертів, а й від накопичення в приватному секторі заощаджень, достатніх для покриття власних зобов'язань перед нерезидентами.

Фіскальні дисбаланси та проблеми внутрішніх трансфертів можуть призвести до виникнення проблем з платіжним балансом тоді, коли вони впливають на поведінку іноземних кредиторів. Але навіть якщо криза платіжного балансу не пов'язана з бюджетними дисбалансами та проблемами внутрішніх трансфертів, вона все одно впливатиме на стійкість державних фінансів, оскільки її дія поширюватиметься на ключові змінні, які визначають рівень боргового навантаження, зокрема, процентні ставки, темпи економічного зростання, обмінний курс та розмір державного боргу.

У цьому контексті фахівці ООН зазначають, що виправлення зазначених недоліків аналізу боргової стійкості, який проводиться міжнародними фінансовими організаціями, потребує чіткого визнання, по-перше, мінливості, притаманної міжнародним потокам капіталу, по-друге, ризику того, що вразливість балансів підприємств може загрожувати рівновазі платіжного балансу та стійкості державних фінансів, по-третє, конструктивної ролі заходів з регулювання потоків іноземного капіталу, які мають забезпечити зменшення зовнішньої фінансової вразливості<sup>118</sup>.

У процесі імітаційного моделювання динаміки боргових показників та оцінювання боргової стійкості державних фінансів експерти зазвичай стикаються з рядом **методичних і практичних проблем, розв'язання яких потребує високого рівня фахових знань у сферах макроекономіки, бюджетного аналізу, фінансового та економічного прогнозування, аналізу фінансових ринків та боргових ризиків:**

- проведення адекватних стрес-тестів для оцінки боргової стійкості – вибір вірогідних і доречних подій (шоків), які можуть впливати на боргову ситуацію у країні і доступність позичкових коштів;

<sup>118</sup> Akyüz Y. Debt Sustainability in Emerging Markets: A Critical Appraisal / Y. Akyüz // DESA Working Paper. – 2007. – № 61. – 26 p.

- оцінка обґрунтованості та реалістичності допущень щодо динаміки ключових макроекономічних індикаторів (темпів економічного зростання, рівня процентних ставок, значень обмінного курсу);
- оцінка реалістичності обчислених значень коригувань первинного балансу бюджету, які є необхідними для стабілізації рівня державного боргу;
- формування висновків щодо збалансованості структури державного боргу в термінах строковості, валютної структури, складу інвесторів та визначення того, чи в змозі така структура державного боргу гарантувати постійний доступ уряду до ринкових позик.

Так, здебільшого гарантування боргової стійкості і зменшення ризиків, пов'язаних із несприятливою борговою динамікою, має спиратися на проведення бюджетно-податкового коригування/ покращення первинного балансу бюджету. У цьому контексті критичного значення набуває проблема *визначення реалістичності необхідного покращення первинного балансу бюджету* на основі, скажімо, порівнянь прогнозованих значень первинного балансу бюджету з історичними, або порівнянь прогнозованих значень первинного балансу з фактичними значеннями в інших країнах зі схожими соціально-економічними умовами, рівнем боргового навантаження та інституційним середовищем.

Фахівці МВФ вважають, що подальших досліджень або перегляду результатів оцінювання потребують ситуації, в яких а) прогнозовані обсяги коригування первинного балансу бюджету кумулятивно за 3-річний період перевищують 3 % ВВП; б) середнє значення циклічно скоригованого первинного балансу бюджету за 3-річний період перевищує 3,5 % ВВП.

Стандартний підхід до оцінювання боргової стійкості полягав у зіставленні прогнозованого розміру державного боргу та витрат на його обслуговування з граничними показниками, досягнення чи перевищення яких свідчило б про високу вірогідність кризового розвитку подій. Проте нині окремі фахівці вважають, що поряд із широковживаними індикаторами для оцінки боргової стійкості, ретельного дослідження потребують **«зони вразливості» державних фінансів**, до яких належать:

- високі валові потреби уряду в рефінансуванні державного боргу (обчислюється як сума планового дефіциту бюджету та витрат на погашення державного боргу);
- масштабні фіскальні коригування, які необхідні для стабілізації чи зниження рівня державного боргу;

- волатильні і важкопрогнозовані *темпи зростання реального ВВП*;
- великі *спреди за борговими зобов'язаннями*;
- значна *частка боргових зобов'язань уряду у власності нерезидентів*;
- суттєва *частка державного боргу, номінованого в іноземній валюті*.

Граничні значення вказаних індикаторів вразливості наведені у табл. 2.6. Вони були обчислені фахівцями МВФ на основі моделей «раннього попередження» боргових ускладнень або як верхній квантиль (25–30 %) історичних значень для країн із ринками, що формуються.

У перспективі доцільність включення показників, наведених у табл. 2.6, до систем оцінювання боргової стійкості обумовлюється тим, що фактам боргових ускладнень здебільшого передували зростання частки короткострокового боргу або боргу в іноземній валюті в загальній сумі державного боргу, зростання потреб у позичковому фінансуванні чи підвищення спредів за облігаціями зовнішньої позики. Хоча слід зазначити: на величину спредів впливали не лише боргові чинники, а й політичні ризики, макроекономічні умови, властиві цій країні, а також глобальні фактори, пов'язані з уподобаннями міжнародних інвесторів.

При досягненні чи перевищенні наведених у табл. 2.6 граничних значень державні фінанси потрапляють у зону підвищених боргових ризиків, що сигналізують про можливість боргових ускладнень. За таких

Таблиця 2.6

### Індикатори вразливості державних фінансів для країн із ринками, що формуються

№ з/п	Показник	Граничний рівень
1	Кумулятивне коригування первинного балансу бюджету за 3-річний період, % до ВВП	2
2	Коефіцієнт варіації темпів зростання реального ВВП, %	1
3	Спред доходності облігацій зовнішньої позики (EMBI + спред), баз. пункти	600
4	Валові потреби у позичковому фінансуванні, % ВВП	15
5	Частка боргових зобов'язань держави у власності нерезидентів, %	45
6	Частка боргу, номінованого в іноземній валюті, %	60
7	Річна зміна частки короткострокового боргу за первинним терміном погашення в загальній структурі державного боргу, %	1

Джерело: Stuff Guidance Note for Public Debt Sustainability Analysis in Market-Access Countries / approved by S. Tiwari ; International Monetary Fund. – 2013. – May 9.

умов у перспективі варто зосередити зусилля фахівців на оцінюванні боргової стійкості державних фінансів з використанням більш деталізованих процедур та інструментів тестування і на основі ширшого переліку індикаторів вразливості.

Точність і достовірність прогнозів боргових показників у рамках оцінювання боргової стійкості залежить від **реалістичності і обґрунтованості допущень**, які лежать в основі таких прогнозів, а саме:

- а) динаміки реального ВВП;
- б) темпів інфляції (дефлятора ВВП);
- в) доходів державного бюджету;
- г) видатків бюджету, не пов'язаних із виплатою процентів за державним боргом;
- д) поточного рівня державного боргу, витрат на погашення і обслуговування боргу;
- е) середньої строковості боргових зобов'язань держави; співвідношенням між боргом у національній та іноземних валютах;
- є) рівня процентних ставок за позиками та інших ключових параметрів державних запозичень (валюти номінації, строковості і пільгового періоду обслуговування позик);
- з) динаміки валютного курсу національної валюти;
- ж) доходів та витрат держави, які впливають на обсяг державного боргу чи боргового фінансування бюджету (надходжень від приватизації державного майна, витрат на рекапіталізацію банків тощо).

Зокрема, у рамках методології імітаційного моделювання досить важко достовірно спрогнозувати значення обмінного курсу на середньостроковий термін. Водночас різкі зміни валютного курсу істотно впливають на співвідношення державного боргу і ВВП. В умовах неочікуваного відпливу іноземного капіталу обмінний курс хаотично змінюється, що суттєво підвищує рівень боргового навантаження. Проте точний час настання таких подій і амплітуду коливань валютного курсу передбачити майже неможливо.

Здебільшого оцінювання боргової стійкості проводиться у рамках 5-річного періоду прогнозування. Із збільшенням періоду прогнозування зростає і ступінь невизначеності, пов'язаний із неточністю прогнозних показників. За наявності волатильного макроекономічного і фінансового середовища, що важко піддається передбаченню, подовження періоду прогнозування у рамках оцінки боргової стійкості знижує надійність цього інструментарію.

Різні *інструменти державних запозичень* по-різному впливають на майбутні показники обсягу державного боргу, витрат на його обслуговування й потреб у позичковому фінансуванні. Тому назріла потреба підготовки відповідних сценаріїв і стрес-тестів, які відрізняються між собою строковою структурою залучення позик державою (коротко-, середньо- і довгострокових позик); валютою номінації позики; рівнем процентних ставок; типом кредитора держави.

Будь-які ***очікувані події, пов'язані з трансформацією умовних зобов'язань держави у прямі (у тому числі боргові), повинні зайняти чільне місце у алгоритмі та методиці оцінки боргової стійкості.*** Адже здебільшого трансформація умовних зобов'язань держави у прямі справляє значний вплив на ступінь стійкості державних фінансів.

Умовні зобов'язання держави пов'язані з умовами або ситуаціями, які можуть вплинути на фінансові результати або фінансову позицію сектору державного управління залежно від настання чи ненастання однієї або кількох подій у майбутньому. *Очевидні умовні зобов'язання* зафіксовані у нормативно-правових актах чи договорах, однією зі сторін яких виступає уряд. Основними видами таких зобов'язань є:

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

*Неочевидні умовні зобов'язання* пов'язані з очікуваннями громадськості чи певних впливових груп і впливають із ролі держави у суспільстві. Події, які вимагатимуть від уряду певних дій і виконання його неочевидних умовних зобов'язань – дефолти місцевих органів влади, державних підприємств і приватних компаній за негарантованими кредитами; криза банківської системи; неплатоспроможність фондів соціального страхування; стихійні лиха, екологічні катастрофи, воєнні дії та ін.<sup>119</sup>

Основними видами неочевидних умовних зобов'язань є:

- фінансова підтримка неплатоспроможних банків (поза рамками системи державного страхування);
- погашення державою зобов'язань державних чи приватних підприємств, які мають стратегічно важливе значення;

---

<sup>119</sup> Polackova H. Government Contingent Liabilities: A Hidden Risk to Fiscal Stability / H. Polackova [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.worldbank.org>.

- захист дрібних інвесторів приватних пенсійних фондів у разі їх банкрутства;
- ліквідація наслідків стихійних лих і відновлення природного середовища у разі техногенних катастроф.

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 перекадення умовних зобов'язань на бюджет зростає. У кризовий період перетворення умовних зобов'язань урядом у фактичні реалізується шляхом взяття урядом на поруки неплатоспроможних банків, місцевих органів влади, державних (а в деяких випадках і приватних) підприємств. Такий стан справ згодом може призвести до загрозливого зростання державного боргу і виникнення кризи державної заборгованості.

У рамках методики оцінювання боргової стійкості величина шоку, пов'язаного з трансформацією умовних зобов'язань, визначається або на основі досвіду минулих банківських криз у країні, або на основі досвіду інших країн щодо врегулювання умовних зобов'язань держави у відповідній сфері.

Згідно з оцінками МВФ, у країнах з ринками, що формуються, ризик банківської кризи і прийняття державою тягаря фінансових витрат на порятунок банківської системи набувають реальних обрисів тоді, коли коефіцієнт відношення банківських кредитів до внутрішніх депозитів перевищує 1,5 або коли відношення банківських кредитів приватному сектору до ВВП за останні три роки збільшилося на 15 % ВВП чи більше.

Дослідження Л. Левіна і Ф. Валенсія показало, що видатки уряду на врегулювання банківських криз у середньому становлять 10 % активів банківської системи<sup>120</sup>. За оцінками МВФ, з початку глобальної кризи до кінця 2009 р. прямі фіскальні витрати на підтримку фінансового сектору в країнах, у яких мали місце банківські кризи, у середньому становили 4,9 % ВВП. Найвищий обсяг фіскальних витрат було відзначено в Ісландії (13 % ВВП). У Нідерландах сума прямих фіскальних витрат досягла 12,5 % ВВП, у Великобританії – 8,7, у Люксембурзі – 7,8, в Ірландії – 7,7 % ВВП<sup>121</sup>.

<sup>120</sup> *Laeven L. Systemic Banking Crises Database: An Update / L. Laeven, F. Valencia // IMF Working Paper. – 2012. – WP/12/163. – 33 p.*

<sup>121</sup> *Laeven L. Resolution of Banking Crises: The Good, the Bad, and the Ugly / L. Laeven, F. Valencia // IMF Working Paper. – 2010. – WP/10/146. – 36 p.*



Багато емпіричних досліджень засвідчили, що шоки умовних зобов'язань зазвичай призводять до значних втрат випуску. А. Абіад, Г. Дел'Арчіа і Г. Лі оцінили середньострокові втрати реального випуску, пов'язані з банківськими кризами. Вони встановили, що через сім років після настання банківської кризи рівень випуску зазвичай є нижчим на 10 в. п., порівняно з періодом напередодні банківської кризи<sup>122</sup>.

Тому в рамках стрес-тесту реалізації умовних зобов'язань держави має враховуватися не лише вплив такого кроку на державні фінанси, а й зниження темпів економічного зростання, погіршення первинного балансу, зростання процентних ставок, зниження темпів інфляції, які стануть невід'ємними атрибутами процесу матеріалізації фіскальних ризиків умовних зобов'язань.

Інші види умовних зобов'язань, які можуть суттєво погіршити перспективи боргової стійкості, – рятування від банкрутства державних підприємств і місцевих органів влади. У разі високої вірогідності реалізації таких умовних зобов'язань мають проводитися відповідні стрес-тести.

У контексті управління умовними зобов'язаннями держави міжнародні фінансові організації рекомендують урядам консолідувати умовні зобов'язання в єдиний портфель фінансових зобов'язань держави, що включає як прямі боргові, так і умовні зобов'язання уряду. Такий захід дасть можливість створити єдину систему управління фіскальними ризиками, що може використовуватися для встановлення цільових орієнтирів за державним боргом і дефіцитом бюджету. Вони доводять, що уряду слід аналізувати інформацію про заборгованість бюджетної сфери, державні гарантії, програми державного страхування, запозичення місцевих органів влади, зобов'язання державних підприємств тощо<sup>123</sup>.

Умовні зобов'язання уряду слід відображати у бюджетній звітності, необхідно також розробити систему оцінки вірогідності їх матеріалізації: Кодекс прозорості в бюджетно-податковій сфері, складений МВФ, рекомендує урядам країн-членів включати до бюджетної документації

<sup>122</sup> *Abiad A. What Have We Learned about Creditless Recoveries? / A. Abiad, G. Dell'Ariccia, B. Li // S. Claessens, M.A. Kose, L. Laeven, and F. Valencia. Financial Crises, Consequences, and Policy Responses, 2013.*

<sup>123</sup> *Polackova H. Government Contingent Liabilities: A Hidden Risk to Fiscal Stability / H. Polackova [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.worldbank.org>.*

перелік умовних зобов'язань уряду. Але, на жаль, поки що це не стало загальноприйнятою практикою в країнах із ринками, що формується.

Фахівці Міжнародної організації вищих органів фінансового контролю (INTOSAI) розробили спеціальні рекомендації для оцінки і контролю умовних зобов'язань держави<sup>124</sup>. Вони вказують на те, що ефективне управління державним боргом потребує не лише контролю за станом державного боргу чи обсягом дефіциту бюджету, а й розробки всеохоплюючої стратегії, що повинна включати моніторинг і облік умовних зобов'язань, ефективне управління ризиками й уникнення «взяття на поруки» урядом підприємницьких структур. Ширший аналіз фіскальних ризиків і фінансових зобов'язань держави у поєднанні з традиційним аналізом боргових індикаторів дасть змогу отримати більш реальну картину платоспроможності держави.

Загалом для проведення всебічної і глибокої оцінки боргової стійкості державних фінансів бажаною є діагностика і виявлення слабких місць у будь-яких секторах, що генерують очевидні чи неочевидні умовні зобов'язання уряду.

Метою оцінювання боргової стійкості здебільшого виступає стабілізація рівня державного боргу на деякому початковому рівні або ж його наближення до цільових показників у ситуації, коли борг перевищує певний поріг. При цьому поза увагою залишається питання про те, який рівень боргу слід вважати бажаним чи економічно прийнятним.

Фахівці Світового банку показали, що ймовірність виникнення боргових проблем залежить від впливу таких чинників: боргового тягаря, курсу економічної політики та зовнішніх шоків. Якщо встановити єдиний граничний рівень боргу для всіх країн з низьким рівнем доходів, це дасть можливість визначити ті країни, які більш схильні до боргових ускладнень, але при цьому ігноруватимуться такі важливі чинники, як курс економічної політики та зовнішні шоки.

Результати регресійного аналізу вказують на те, що якість політики та сила шоків відіграють важливу роль у передбаченні того, які країни зазнають боргових проблем. З використанням кількісних методів фахівці Світового банку показали, що в багатьох країнах рівень боргу не перевищує граничні значення, але, незважаючи на це, ймовірність виникнення боргових проблем є доволі високою, внаслідок низьких показників зростання або прорахунків економічної політики. Є також країни,

<sup>124</sup> Fiscal Exposures: Implications for Debt Management and the Role for SAIs / INTOSAI Public Debt Committee. – 2003. – Feb.

які несуть високий борговий тягар, але вірогідність виникнення в них загрози боргових ускладнень не перевищує середній показник, що зумовлено якістю їхньої економічної політики та міцністю економічного зростання<sup>125</sup>.

Фахівці МВФ обґрунтували, що стійкий рівень державного боргу для конкретної країни визначається переліком таких факторів:

- здатністю генерувати первинний профіцит бюджету і обслуговувати накопичений державний борг;
- перспективами економічного зростання країни;
- вартістю державних запозичень, що відображає як витрати накопиченого обсягу державного боргу, так і оцінки суб'єктів ринку обслуговувати урядом свої борги у майбутньому;
- історією виконання урядом своїх боргових зобов'язань (чи мали місце затримки боргових платежів, факти реструктуризацій, дефолту, втрати ринкового доступу до нових позик);
- вразливістю до впливу зовнішніх шоків;
- складом бази кредиторів та інвесторів<sup>126</sup>.

Очевидно, в умовах конкретної країни досить складно визначити масштаби необхідних коригувань стандартизованих критичних показників державного боргу, його структури та боргових виплат на викладені вище структурні й фінансові чинники. Тому з метою оцінювання боргової стійкості граничні рівні боргових показників визначаються переважно на основі оцінок вітчизняних експертів і рекомендацій міжнародних фінансових організацій.

Слід вказати на те, що визначені експертним способом граничні значення є за своєю суттю динамічними, а тому можуть періодично переглядатися. Так, за розширення економічного потенціалу країни, зміцнення її фінансової системи, підвищення якості управління державними фінансами тощо безпечний рівень боргових зобов'язань країни має бути збільшений, оскільки спроможність держави утримувати певний обсяг державного боргу та безболісно його обслуговувати підвищується.

---

<sup>125</sup> *Kraay A. When Is External Debt Sustainable? / A. Kraay, V. Nehru // World Bank Policy Research Working Paper. – 2004. – WPS 3200. – 49 p.*

<sup>126</sup> *Stuff Guidance Note for Public Debt Sustainability Analysis in Market-Access Countries / approved by S. Tiwari ; International Monetary Fund. – 2013. – May 9.*

## ВИСНОВКИ ДО РОЗДІЛУ 2

Оцінювання боргової стійкості є методично-практичним інструментарієм, що використовується для запобігання утворенню надмірного боргового навантаження і збалансування потреб держави у залученні позичкових коштів з економічним і фінансовим потенціалом нації обслуговувати накопичені борги. За допомогою такого інструментарію встановлюються взаємозв'язки між обсягами і структурою державного запозичення, з одного боку, та нинішнім і майбутнім потенціалом країни (спроможністю уряду) обслуговувати накопичені борги, з другого боку. Концептуально найбільш визнаним підходом до оцінювання боргової стійкості є підхід, який полягає у визначенні граничних значень рівня державного боргу, його структури, обсягу боргових виплат та тестуванні бюджетно-податкової політики на предмет того, чи призведе її майбутня динаміка до перевищення граничного рівня державного боргу. Метою оцінювання боргової стійкості є створення науково обґрунтованої основи для політики державних запозичень.

Стандартна методика оцінювання боргової стійкості ґрунтується на таких засадах:

- а) вибору адекватних граничних показників боргового навантаження з урахуванням специфічних умов країни і результатів емпіричних досліджень;
- б) прогнозування та інтерпретація боргових індикаторів у рамках базового сценарію та різних «стрес-сценаріїв», які враховують вразливість країни до дії зовнішніх шоків.

Згідно із стандартним підходом до оцінювання боргової стійкості, вона проводиться у рамках середньострокових сценаріїв динаміки макроекономічних, фінансових і боргових показників. Такі сценарні розрахунки проводяться з метою визначення умов, за яких рівень державного боргу стабілізується чи боргові індикатори досягнуть заданого рівня, а також з метою визначення основних ризиків для стійкості державного боргу і з'ясування масштабів необхідних коригувань (як у сфері бюджетно-податкової політики, так і у площині економічних перетворень).

На першому етапі оцінювання боргової стійкості проводиться прогнозування рівня державного боргу і спроможності уряду обслуговувати накопичені борги на основі різних допущень щодо динаміки макроекономічних і фінансових показників. Надалі проводиться вибір адекват-

них індикаторів для оцінювання боргової спроможності і визначення рівня, досягнення якого свідчатиме про накопичення надмірного боргового навантаження й виникнення труднощів з обслуговуванням боргів.

Аналіз боргової стійкості має ймовірнісний характер і скеровується на оцінку майбутніх подій. Чи буде уряд у змозі обслуговувати свій борг залежить як від рівня боргового навантаження, так і від майбутньої динаміки дефіциту бюджету, структури його фінансування, динаміки економічного і фінансового базису нації. Врахування взаємозв'язків між макроекономічними і фінансовими змінними дає можливість спрогнозувати вірогідну динаміку обсягу непогашених зобов'язань і оцінити їхній вплив на ступінь платоспроможності уряду. Високоякісні прогнози мають спиратися на ретельне опрацювання передумов сценарію і врахувати ймовірність впливу зовнішніх шоків.

Вхідними параметрами імітаційної моделі, на основі якої здійснюються середньострокові прогнози, є такі:

- темп зростання реального ВВП;
- індекс споживчих цін;
- валютний курс, середньорічний і на кінець періоду;
- експорт товарів і послуг;
- доходи бюджетів усіх рівнів;
- дефіцит державного бюджету;
- надходження від приватизації державного майна;
- дефіцит державного бюджету, фінансований із боргових джерел;
- середня процентна ставка обслуговування державного боргу, % річних у валюті позики.

Методика оцінювання боргової стійкості передбачає вибір дослідником адекватних граничних показників боргового навантаження з урахуванням специфічних умов країн, а також прогнозування боргових індикаторів у рамках базового сценарію та різних «стрес-сценаріїв», які враховують вразливість країни до дії шоківих факторів з їх наступною інтерпретацією.

Стрес-тести призначені для оцінки впливу макроекономічних шоків і окремих політичних рішень на майбутню динаміку обсягу державного боргу та витрат на його обслуговування. На сьогодні стрес-тестування використовується як один із методів оцінки чутливості фінансової позиції уряду, обсягу боргових зобов'язань держави та розміру боргових виплат до впливу «виняткових, але правдоподібних» потрясінь.

Стрес-тести можуть бути як стандартизованими для різних країн, так і специфічними, пристосованими до умов конкретної країни. При цьому наслідки макрофінансових шоків та їхні взаємозв'язки у різних країнах можуть суттєво відрізнятися.

Під час проведення стрес-тестів виокремлюють такі основні етапи:

- виявлення основних сфер вразливості у сферах макроекономіки, фінансів, обсягу і складу державного боргу;
- розроблення сценаріїв стрес-тестування;
- обчислення впливу базових допущень сценарію на боргові показники на основі економіко-математичної моделі;
- врахування можливого впливу вторинних ефектів на стан державного боргу і величину боргових виплат;
- змістовна інтерпретація результатів стрес-тестів.

При розробленні стрес-тестів необхідно насамперед визначити вірогідні події – макроекономічні і фінансові потрясіння, які негативно впливатимуть на боргові показники. Вибір цих подій ґрунтується на ретроспективних даних чи перспективних оцінках, які мають достатнє економічне обґрунтування.

Стандартні стрес-тести, які рекомендують проводити міжнародні фінансові організації, передбачають урахування впливу таких шоків:

- процентної ставки на базовому рівні плюс 1/2 стандартного відхилення;
- темпів зростання реального ВВП на базовому рівні мінус 1/2 стандартного відхилення;
- сальдо бюджету на базовому рівні мінус 1/2 стандартного відхилення;
- поєднання трьох вказаних параметрів із використанням 1/4 стандартного відхилення;
- одноразового зниження номінального обмінного курсу на 10 %;
- одноразового збільшення умовних зобов'язань уряду на 10 % ВВП.

У рамках загальноприйнятого підходу до оцінювання боргової стійкості передбачається, що за результатами стрес-тестів боргова позиція країни має залишатися міцною (боргові показники не повинні досягати критичних значень) не лише в базових умовах, але й у разі настання шоків ситуацій. Лише тоді можна говорити про утримання боргової стійкості у середньостроковій перспективі. Якщо ж за результатами стрес-тестів показники боргового тягаря перевищать граничні значен-

ня, постає потреба проведення детального аналізу й отримання достовірних висновків щодо стану боргової стійкості.

Ключовим елементом методики оцінювання боргової стійкості є вибір адекватних граничних показників боргового навантаження з урахуванням специфічних умов країни й результатів проведених емпіричних досліджень.

Фахівці МВФ обґрунтували, що стійкий рівень державного боргу для конкретної країни визначається набором таких факторів:

- здатністю генерувати первинний профіцит бюджету й обслуговувати накопичений державний борг;
- перспективами економічного зростання країни;
- вартістю державних запозичень, що відображає як витрати накопиченого обсягу державного боргу, так і оцінки суб'єктів ринку обслуговувати урядом свої борги у майбутньому;
- історією виконання урядом своїх боргових зобов'язань (чи мали місце затримки боргових платежів, факти реструктуризацій, дефолту, втрати ринкового доступу до нових позик);
- вразливістю до впливу зовнішніх шоків;
- складом бази кредиторів та інвесторів.

Очевидно, в умовах конкретної країни досить складно визначити масштаби необхідних коригувань стандартизованих критичних показників державного боргу, його структури та боргових виплат на викладені вище структурні і фінансові чинники. Тому з метою оцінювання боргової стійкості граничні рівні боргових показників визначаються переважно на основі оцінок вітчизняних експертів і рекомендацій міжнародних фінансових організацій.

Для України може бути рекомендований такий перелік індикаторів боргової стійкості:

- державний і гарантований державою борг, % ВВП;
- державний і гарантований державою борг, % доходів державного бюджету;
- валовий зовнішній борг, % експорту товарів і послуг;
- погашення й обслуговування державного боргу, % доходів бюджету;
- погашення й обслуговування довгострокового зовнішнього сукупного боргу, % експорту товарів і послуг;
- валові потреби уряду в позичковому фінансуванні у поточному чи наступному періодах, % ВВП;

- частка боргових зобов'язань, деномінованих в іноземній валюті чи прив'язаних до обмінного курсу, в загальній сумі державного боргу, %;
- середній термін до погашення внутрішнього та зовнішнього державного боргу, *років*.

Порівняння фактичного рівня індикаторів боргового навантаження, структури боргу та рівня боргових виплат в Україні з гранично допустимими показниками для нашої країни дає можливість зробити висновок про високий рівень боргових ризиків в Україні, що сигналізують такі показники:

- валовий зовнішній борг – 167,1 % експорту товарів і послуг;
- державний і гарантований державою борг – 172,3 % доходів державного бюджету;
- частка зобов'язань, деномінованих в іноземній валюті в загальній сумі державного боргу – 59,2 %;
- погашення і обслуговування довгострокового зовнішнього боргу – 40,7 % експорту.

Слід зазначити, що оцінювання боргової стійкості має імовірнісний характер, оскільки зазвичай ряд економічних, політичних і психологічних факторів можуть призвести до порушення боргової стійкості, а інші фактори сприятимуть утриманню стійкості. Викладені теоретико-методичні засади оцінювання боргової стійкості не показують цю вірогідність у відкритій формі, а швидше відстежують наслідки альтернативних сценаріїв і надають користувачеві можливість визначити вірогідність, з якою вони можуть бути реалізовані.

Заключний етап аналізу боргової стійкості включає експліцитну оцінку ризику боргових проблем у країні. Залежно від того, як співвідносяться показники поточного та прогнозованого боргу держави з відповідними граничними значеннями в базових умовах і за результатами стрес-тестів, країну відносять до однієї з чотирьох груп:

- 1) *низького ризику*: всі боргові показники країни перебувають нижче граничних рівнів. При застосуванні альтернативних сценаріїв і проведенні стрес-тестів не відзначається небезпеки виникнення боргових ускладнень. Якщо лише один показник перевищує граничне значення, необхідно проаналізувати, чи є це свідченням боргової нестійкості, чи пов'язано з іншими проблемами, зокрема, вадами системи збору даних;



- 2) *середнього ризику*: за базовим сценарієм не спостерігається порушення боргової стійкості, а альтернативні сценарії та стрес-тести вказують на значне зростання показників обслуговування боргу (їх наближення до граничних значень), або ж на перевищення граничних значень рівня боргу та вартості обслуговування боргу;
- 3) *високого ризику*: базовий сценарій вказує на перевищення граничних значень рівня боргу та рівня обслуговування боргу, але в країні поки що відсутні проблеми з виконанням боргових зобов'язань. Ситуація виглядає більш тривожною при використанні альтернативних сценаріїв і стрес-тестів;
- 4) *боргових труднощів*: рівень боргу та вартість обслуговування боргу суттєво перевищують граничні значення. Факти планування чи проведення переговорів щодо реструктуризації боргу, накопичення заборгованості за борговими платежами тощо свідчать про виникнення труднощів з обслуговуванням боргу.

Підготовка аналізу боргової стійкості в країнах з низьким рівнем доходів експертами МВФ та Світового банку на сьогодні є стандартною робочою процедурою. Результати такого аналізу використовуються для моніторингу і нагляду за економічною політикою країн-позичальниць, а також для розроблення програми реформ у країнах з низьким рівнем доходів, включаючи визначення максимального обсягу позик, які отримуються на комерційних (непільгових) умовах, цими країнами.

Викладені у роботі теоретико-методичні засади оцінювання боргової стійкості мають вагоме практичне значення для проведення моніторингу і аналізу державного боргу при альтернативних допущеннях щодо макроекономічної ситуації у країні, впливу зовнішніх чинників і реалізації політичних рішень у бюджетно-податковій сфері. Результати вказаного аналізу створюють перестороги для формування надмірного боргового навантаження шляхом узгодження обсягів державних запозичень із поточною спроможністю і перспективами держави обслуговувати накопичені борги.

# ОСОБЛИВОСТІ ФОРМУВАННЯ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ УКРАЇНИ ТА ЙОГО ВПЛИВ НА РОЗВИТОК ЕКОНОМІКИ У ДОВГОСТРОКОВІЙ ПЕРСПЕКТИВІ

### 3.1. ЕВОЛЮЦІЯ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ УКРАЇНИ, ОЦІНКА ФАКТОРІВ РИЗИКУ ТА ЗАГРОЗ ДЛЯ БОРГОВОЇ БЕЗПЕКИ КРАЇНИ

Економічні передумови утворення та зростання державного боргу України були закладені у перші роки політичної незалежності нашої держави, серед яких варто виокремити: відсутність власної грошової системи й достатнього обсягу валютних резервів, енерговитратна структура економіки й утворення заборгованості за імпорт енергоносіїв, знецінення коштів населення та вимивання обігових коштів підприємств внаслідок гіперінфляції. Реструктуризація економіки України та її вихід з кризового стану потребували значних капіталовкладень, мобілізувати які в короткий період за рахунок власних коштів не виявлялося можливим. У результаті – формування зовнішнього державного боргу України на початкових етапах становлення нашої держави мало об'єктивний характер.

Динаміка зовнішнього державного боргу України, починаючи з 1993 р. до теперішнього періоду, та його класифікація за типом кредитора наведені у табл. 3.1.

Характеризуючи особливості формування зовнішнього державного боргу України в 1991–1996 рр., зазначимо, що серед основних макроекономічних факторів зростання боргу були дефіцитність державного бюджету, формування стабілізаційного фонду національної валюти та незбалансованість торговельного балансу. Водночас на макрорівні погіршували боргову ситуацію відсутність чіткого розмежування між фінансами підприємств і держави, ослаблення фінансів підприємств, масове невиконання контрактних зобов'язань. Зокрема, в цей період існувала стабільна практика щодо перекладення простроченої заборгова-

Таблиця 3.1

**Динаміка зовнішнього державного боргу України  
за типом кредитора станом на кінець року, млрд дол. США**

Період	Кредитори					Зовнішній державний борг, усього
	Закордонні органи управління	Міжнародні фінансові організації	Іноземні комерційні банки	Облігаційні позики та інша заборгованість	Інші кредитори	
1993	3,46	0,16	0	—	0	3,62
1994	4,23	0,60	0	—	0	4,83
1995	4,53	2,21	0	1,20	0,28	8,22
1996	4,13	3,44	0	1,12	0,15	8,84
1997	3,76	4,02	0,56	1,12	0,10	9,56
1998	3,64	4,81	1,77	1,12	0,10	11,47
1999	4,34	5,28	1,77	1,05	0,04	12,48
2000	3,17	4,61	0,30	2,36	0	10,35
2001	3,09	4,73	0,10	2,21	0	10,12
2002	3,04	4,60	0,05	2,51	0	10,19
2003	2,92	4,60	0,04	3,14	0	10,69
2004	2,75	4,24	0,50	3,70	0,96	12,15
2005	2,39	4,05	0,58	3,70	0,96	11,67
2006	2,15	3,55	0,91	5,14	0,92	12,66
2007	1,95	3,15	1,79	6,17	0,79	13,85
2008	1,73	8,21	1,69	6,26	0,66	18,54
2009	1,57	14,93	0,65	6,97	2,40	26,52
2010	1,61	18,17	3,00	8,99	2,99	34,76
2011	1,53	18,26	3,58	10,61	3,49	37,47
2012	1,39	15,10	3,29	—	—	38,66
2013	0,50	9,77	3,52	17,38	6,40	37,57

Складено за даними Міністерства фінансів України за відповідні роки.

ності суб'єктів господарювання за імпортовані енергоносії на державний бюджет і виконання урядом гарантійних зобов'язань, наданих підприємствам України за міждержавними кредитними лініями<sup>127</sup>.

Новий період у розвитку міжнародних кредитних відносин держави розпочався у 1997 році. У цей період Україна стала залучати зовнішні позики від комерційних кредиторів, внаслідок чого у 1997 р. до бюджету надійшло 559 млн дол. США від розміщення зовнішніх комерційних позик: 109 млн дол. США за рахунок позики банку «Chase Manhattan» терміном на один рік із процентною ставкою 10,2 % річних та 450 млн дол. за рахунок позики, гарантованої інвестиційною компанією «Nomura International» терміном на один рік під 13 % річних.

Унаслідок інтенсивного залучення зовнішніх комерційних позик у 2008 р. отримання коштів з боку міжнародних фінансових організацій для фінансування дефіциту бюджету становило лише 33 % від запланованого обсягу. Залишились недотриманими позики Світового банку на суму 650 млн дол. США за проектами на структурну перебудову сільського господарства, вугільної промисловості, державного та фінансового сектору, позика Ексімбанку Японії на суму 35 млн дол. США, позика Європейського Співтовариства на суму 100 млн ЕКЮ.

Однак згодом під впливом світової фінансової кризи 1998 р. кредитоспроможність української держави на міжнародних ринках капіталу суттєво погіршилася. Фактично у 1998 р. було залучено лише 46,2 % від граничного розміру державних зовнішніх запозичень. Таке недонадження коштів із зовнішніх джерел було частково компенсовано додатковим залученням коштів шляхом продажу ОВДП на внутрішньому ринку. Неспроможність держави рефінансувати накопичені борги в умовах стрімкого зростання видатків бюджету на обслуговування зовнішнього боргу створили передумови для дефолту в країні.

Наступний етап еволюції боргових процесів в Україні (друга половина 1998–2001 рр.) можна з упевненістю назвати періодом реструктуризації боргових зобов'язань. Макроекономічна ситуація характеризувалась значними розривами платіжного балансу та низьким рівнем валютних резервів. Загальні боргові виплати сягнули 71,4 % річного обсягу доходної частини державного бюджету. Протягом 1999–2001 рр. було проведено три реструктуризації зовнішнього боргу України. По-перше, у серпні 1999 р. уряд здійснив додатковий випуск єврооблігацій, номіно-

<sup>127</sup> Вахненко Т. П. Зовнішні боргові зобов'язання у системі світових фінансово-економічних відносин / Т. П. Вахненко. – К. : Фенікс, 2006. – 536 с.

ваних у німецьких марках, вартістю 538 млн нім. марок з метою конверсії заборгованості «Баварському об'єднаному банку» та банку «Merrill Lynch». По-друге, внаслідок проведення випуску довготермінових зобов'язань терміном до семи років, номінованих у євро і дол. США у квітні 2000 р., Україна здійснила пролонгацію боргу обсягом 2,6 млрд дол. США. По-третє, у липні 2001 р. уряд домовився з «Паризьким клубом» кредиторів щодо реструктуризації боргу в сумі 580 млн дол. США на умовах перенесення боргових виплат з 2000–2002 рр. терміном до 12 років, включаючи 3-річний пільговий період.

У цілому, процесом реструктуризації були охоплені всі види зовнішнього комерційного боргу України та борг перед членами Паризького клубу. Крім цього, передбачалось подальше отримання фінансування з боку МВФ, СБ та інших міжнародних організацій. Внаслідок реалізації зазначеної стратегії загальна економія за платежами з погашення та обслуговування державного боргу в 2000 р. становили близько 900 млн дол. США. Проте проведені урядом упродовж 1999–2001 рр. реструктуризації боргових зобов'язань мали обмежений і тимчасовий вплив на розв'язання боргової проблеми, оскільки не призвели до суттєвого зменшення боргового навантаження на економіку країни<sup>128</sup>.

Негативний вплив на боргову ситуацію від дії внутрішніх чинників у цей період доповнювався екзогенними шоками, зокрема, зростанням процентних ставок на світових ринках капіталу, значним відпливом іноземного капіталу з України та звуженням ринків збуту для товарів українського експорту.

Період 2002–2007 рр. можна охарактеризувати як період виваженої боргової політики, спрямованої на недопущення безконтрольного зростання державного боргу. Фактично, на цьому етапі відбувся перехід від антикризового управління державним боргом до здійснення цілеспрямованої політики управління державним боргом України. Про це свідчать зовнішньоборгові показники, наведені у табл. 3.2.

Аналіз даних, наведених у табл. 3.2, дає можливість зробити такі висновки:

---

<sup>128</sup> Про результати перевірки витрат Державного бюджету України на обслуговування і погашення державного боргу та на його управління у 2002 році / підготов. департаментом контролю державного боргу та діяльності банківських установ і затв. постановою Колегії Рахункової палати від 07.05.2003 № 9-1. – К. : Рахункова палата України, 2003. – Вип. 15.

- 1) протягом 2000–2003 рр. зовнішній державний борг у номінальному виразі залишався майже незмінним (на рівні 10,1–10,7 млрд дол. США). Починаючи з 2004 р. до 2007 р. коливання номінальних показників зовнішнього державного боргу України як у бік зростання, так й у бік зменшення було помірним (у межах 9 % до попереднього року), за винятком 2004 р., коли зовнішній державний борг зріс на 13,7 % до 12,2 млрд дол. США. Загалом за вісім років (з 2000 р. до 2007 р.) цей показник збільшився лише на 33,3 %;
- 2) спостерігалася чітка тенденція до зменшення відношення державного боргу до ВВП. Зокрема, розмір зовнішнього державного боргу відносно ВВП зменшився на 23,4 в. п. з 33,1 % у 2000 р. до 9,7 % у 2007 р.;
- 3) до 2007 р. щорічно стабільно зростала частка зовнішнього боргу у загальному обсязі державного боргу, внаслідок надання пріоритету зовнішнім джерелам державних запозичень. Зокрема, максимального значення цей показник досяг у 2006 р. становив 79,4%. Це

Таблиця 3.2

**Динаміка основних зовнішньоборгових показників України**

Рік	Зовнішній державний борг		Частка зовнішнього боргу у загальному державному борзі, %	Погашення і обслуговування державного боргу	
	млрд дол. США	% ВВП		% ВВП	% доходів зведеного бюджету
2000	10,4	33,1	73,0	4,2	20,3
2001	10,1	26,3	71,8	2,9	17,1
2002	10,2	24,1	71,8	3,7	15,1
2003	10,7	21,3	73,5	3,7	14,7
2004	12,2	18,7	75,5	3,6	15,4
2005	11,7	13,4	75,4	4,2	14,1
2006	12,7	11,7	79,4	2,3	7,8
2007	13,8	9,7	78,8	1,4	4,9
2008	18,5	15,1	75,4	1,3	4,3
2009	26,5	23,3	66,9	4,6	16,0
2010	34,8	25,6	64,0	4,1	15,6
2011	37,5	22,7	63,3	5,6	19,9

**Примітки:** всі показники подано станом на кінець року; доходи зведеного бюджету без урахування власних надходжень бюджетних установ.

Розраховано за даними Державної казначейської служби України, Міністерства фінансів України, Державної служби статистики України.

автоматично збільшило потенційні негативні наслідки раптового припинення надходження іноземного капіталу та девальвації валютного курсу;

4) з 2001 до 2006 р. бюджетні витрати на погашення та обслуговування державного боргу становили в середньому 3,4 % ВВП, або 14 % доходів зведеного бюджету. Незважаючи на відносну стабілізацію, ці показники залишались доволі високими у зв'язку із закінченням пільгового терміну обслуговування боргу за позиками МФО, наданих Україні у 1990-х роках, та початком виплат за угодами про реструктуризацію зовнішніх і внутрішніх боргів, які уклалися урядом України у 1998–2001 рр.

Доповнимо наш аналіз визначенням основних факторів, завдяки яким відбулось покращення показників зовнішньої державної заборгованості протягом 2002–2007 рр. До таких чинників належать:

- зважена боргова політика, подовження середнього терміну боргових зобов'язань та зниження вартості залучення позик;
- зважена бюджетно-податкова політика: утримання дефіциту державного бюджету на помірному рівні; активне залучення до джерел фінансування дефіциту бюджету надходжень від приватизації, що зменшувало потребу держави у залученні непозичкових коштів ззовні;
- зростання економіки України;
- підвищення кредитного рейтингу держави.

Крім того, з метою диверсифікації валютного складу боргового портфеля уряд розмістив облігації зовнішньої позики 2005 р. у євро, а у II півріччі 2006 р. здійснив зовнішні запозичення у японських єнах (у сумі близько 300 млн дол. США під 3,2 % річних терміном на чотири роки) і швейцарських франках (у сумі, еквівалентній 315 млн дол. США під 3,5 % річних, терміном на дванадцять років). Проте рішення щодо запозичень у японських єнах і швейцарських франках було економічно необґрунтованими, оскільки у процесі їх ухвалення було проігноровано структуру валютних надходжень до національної економіки та валютний склад міжнародних резервів України.

Підсумовуючи, наведені вище фактори позитивно впливали на утримання стабільної боргової позиції України та підвищували ступінь її платоспроможності до 2007 р. Водночас цей процес гальмували неконтрольоване нарощування умовних зобов'язань держави, включаючи надання державних гарантій при отриманні зовнішніх позик підприємствами, а також слабе використання внутрішніх боргових інструмен-

тів, зокрема облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП). Так, лише протягом 2006 р. зростання зовнішнього державного боргу внаслідок використання непрямих методів, зокрема, за рахунок державних гарантій за зобов'язаннями Державної іпотечної установи та кредитами Державній службі автомобільних доріг України, а також позиками міжнародних фінансових організацій, сягнуло 4,84 млрд грн. Недооцінений умовний борг є вкрай небезпечним з огляду на високу ймовірність його перетворення на прямий борг, свідченням чого є світова фінансова криза 2008 р.

Саме ця криза стала одним із визначальних факторів для наступного етапу формування зовнішнього державного боргу (2008–2010 рр.), що різко відрізнявся від попереднього. Розглянемо основні характеристики та тенденції боргової ситуації в цей період.

Домінування зовнішньої складової у структурі державного боргу України стало одним із чинників посилення незбалансованості державних фінансів у період фінансової кризи 2008–2009 рр. Різке знецінення національної валюти спричинило суттєве посилення зовнішньоборгового навантаження на економіку й державні фінанси України. Після девальвації гривні наприкінці 2008 р. частка зовнішнього боргу в структурі державного боргу України підвищилася до 75,4 % (рис. 3.1). Однак після втрати Україною доступу до міжнародного ринку позичкових капіталів питома вага зовнішнього боргу в структурі державного боргу скоротилася до 66,9 % у 2009 р., а наприкінці 2010 р. становила 64 %.

Водночас зростання частки внутрішнього боргу у 2010 р. відбулося через необхідність випуску ОВДП для вирішення проблемних питань, таких як погашення заборгованості минулих років із відшкодування ПДВ, збільшення статутного капіталу Державної іпотечної установи, НАК «Нафтогаз України», ПАТ «Державний експортно-імпорتنний банк України»<sup>129</sup>.

Як зазначалося, у 2008 р. уряд втратив можливості для залучення зовнішніх ринкових позик. Фінансові кризи у провідних країнах світу змусили міжнародних інвесторів реструктурувати власні портфелі, виходячи з вимог ліквідності та мотивів ризик-менеджменту. Спред ЕМВІ+ Україна на початку 2009 р. становив 2550 б. п. У таких умовах уряд теоретично міг залучати ресурси міжнародного ринку капіталів за ставка-

<sup>129</sup> Про результати аудиту стану державного та гарантованого державою боргу за 2009 рік та аналізу тенденцій у 2010 році / Рахункова палата України. – К., 2010. – 37 с.



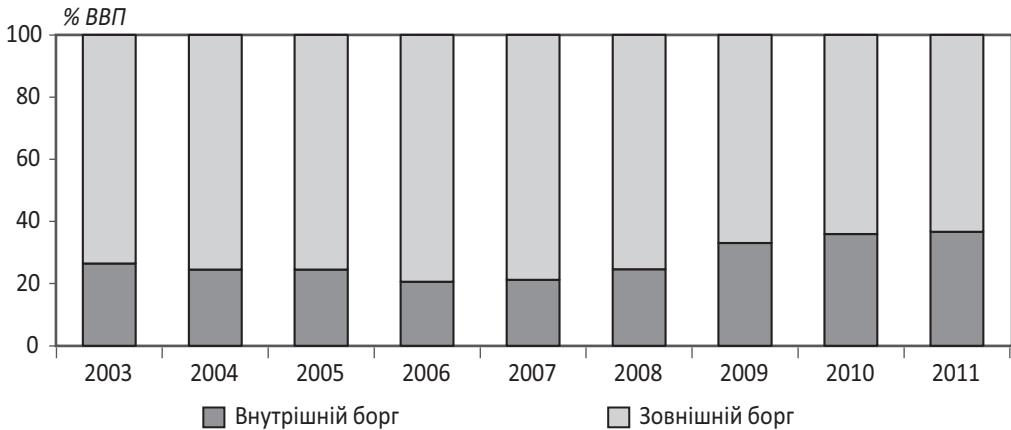


Рис. 3.1. Динаміка структури державного боргу

Складено за даними Міністерства фінансів України.

ми на рівні 30 % річних, а практично здійснення таких запозичень було неможливим.

У зв'язку з цим уряд був змушений здійснювати зовнішні запозичення через МФО та офіційних двосторонніх кредиторів. Найбільшим позичальником став МВФ, який у рамках нової програми «stand-by» надав перший транш позики в листопаді 2008 р. на загальну суму 3 млрд СПЗ. У результаті, протягом цього року зовнішній державний борг зріс з 13,8 до 18,5 млрд дол. США в номінальному вираженні, та з 9,7 до 15,1 % – відносно ВВП.

Скорочення доходів бюджету у 2009 р. внаслідок економічного спаду та збільшення видаткової частини бюджету призвело до зростання дефіциту зведеного бюджету та подальшого швидкого нарощування зовнішнього та внутрішнього державного боргу. Зокрема, зовнішній державний борг (прямий та гарантований) збільшився на 43,2 % до 26,5 млрд дол. США передусім внаслідок одержання другого та третього траншу кредиту «стенд-бай» від МВФ на фіскальні цілі. Сукупна сума отриманого урядом кредиту МВФ у 2009 р. становила близько 4,7 млрд дол. США. Крім того, в листопаді цього року уряд надав державні гарантії на суму 1,6 млрд дол. США для забезпечення реструктуризації 5-річних еврооблігацій НАК «Нафтогазу». Це значною мірою збільшило обсяг гарантованого боргу наприкінці року.

Загалом з початку 2009 р. Кабінет Міністрів України надав дозвіл на залучення кредитів під державні гарантії на суму понад 63 млрд грн, що

значно перевищило граничний розмір, передбачений Законом про Державний бюджет України на 2009 рік (37 млрд грн)<sup>130</sup>. Водночас з огляду на вкрай низькі надходження від приватизації та обмежений доступ до міжнародних ринків капіталу уряд різко збільшив внутрішні запозичення.

У 2010 р. помірне зростання податкових надходжень та збільшення обсягів зобов'язань уряду призвели до подальшого нарощення зовнішнього державного боргу, який зріс до 34,8 млрд дол. США (або до 25,6 % від ВВП). В умовах значного дефіциту бюджету та обмежених можливостей для збільшення внутрішніх запозичень відбулося суттєве зростання попиту на зовнішні запозичення. Водночас їх здійсненню сприяло поліпшення економічних перспектив і політична стабілізація.

Зокрема, у червні 2010 р. уряд залучив піврічний кредит від російського банку ВТБ на суму 2 млрд дол. США для фінансування бюджетного дефіциту. Цей кредит був відтермінований у грудні ще на шість місяців, незважаючи на одержання Україною позики МВФ.

У вересні 2010 р. Міністерство фінансів України повернулося на міжнародний ринок капіталів. У результаті відбулося розміщення 5-річних єврооблігацій на суму 0,5 млрд дол. США із доходністю 6,875 % річних та 10-річних єврооблігацій обсягом 1,5 млрд дол. США із доходністю 7,75 % річних. Рівень доходності за єврооблігаціями наблизився до рівня 2007 р. Доходність єврооблігацій була нижчою, ніж для ідентичних облігацій Греції, що вказує на порівняно високу довіру інвесторів до України завдяки політичній стабілізації та поліпшенню економічної ситуації. Водночас спред для 10-річних єврооблігацій був більшим, ніж у 2007 р., що вказує на погіршення оцінки ризиків України з боку інвесторів.

У грудні уряд оперативно розмістив однорічні єврооблігації на суму 0,5 млрд дол. США із доходністю 6,7 % річних без проведення попередньої презентації. Терміновість розміщення пояснюється необхідністю погашення єврооблігацій, випущених у енах в 2006 р., на тлі більш пізнього отримання другого траншу кредиту від МВФ. Ця сума дала уряду можливість успішно погасити ці облігації та виплатити купон на загальну суму 427 млн дол. США.

У цілому уряд продовжував нарощувати державний борг. Залучені кошти були спрямовані, здебільшого, на фінансування поточних видатків бюджету (видатків на споживання). Крім того, значна частка короткострокового боргу посилила ризики щодо фінансової стійкості країни.

<sup>130</sup> Про Державний бюджет України на 2009 рік : закон України від 26.12.2008 № 835-VI.

У 2011 р. частка зовнішньої заборгованості в загальній сумі державного та гарантованого державою боргу, хоча й зменшилася на 0,7 в. п., проте залишилася вагомою – 63,3 %. Крім того, наприкінці 2011 р. Міністерство фінансів почало розміщувати облігації внутрішньої державної позики з індексованою вартістю і номіновані в іноземній валюті, які генерували додаткові валютні ризики.

План зовнішніх запозичень на 2011 р. був виконаний не повністю (на 68,6 %) через обмежений доступ уряду на міжнародні ринки капіталу<sup>131</sup>. Водночас оперативна діяльність уряду на початку року дала змогу здійснити розміщення єврооблігацій на суму 1,5 млрд дол. США. Друге розміщення (1,25 млрд дол. США) відбулось у червні<sup>132</sup>. Наприкінці серпня Кабінет Міністрів України залучив кредит від Світового банку у розмірі 150 млн дол. США для фінансування другого проекту розвитку експорту та поповнення існуючої кредитної лінії<sup>133</sup>.

Проте у другій половині 2011 р. ситуація з зовнішнім фінансуванням погіршилась. Унаслідок зростання ризиків боргової кризи в єврозоні зросла вартість позичкового капіталу та ускладнився доступ до зовнішнього фінансування на міжнародних фінансових ринках.

Крім того, як зазначалося, Україні продовжили термін кредиту, наданого російським банком ВТБ у 2010 р. (у розмірі 2 млрд дол. США), до червня 2012 р.<sup>134</sup> Це дало уряду змогу дещо зменшити боргове навантаження наприкінці 2011 р. За домовленістю після закінчення терміну надання цього кредиту він має бути заміщений випуском довгострокових єврооблігацій.

У 2011 р. гарантії уряду, надані за запозиченнями від іноземних кредиторів, становили 12,8 млрд грн. Зокрема, гарантії уряду було надано:

<sup>131</sup> Державний бюджет України на 2011 р. передбачав залучення 4,5 млрд дол. США за рахунок розміщення облігацій зовнішньої державної позики, а також 500 млн дол. США від Світового банку.

<sup>132</sup> У середині лютого уряд випустив 10-річні єврооблігації на суму 1,5 млрд дол. США з доходністю 7,95 % річних. Крім того, в червні були розміщені п'ятирічні суверенні євробонди на суму 1,25 млрд дол. США з доходністю 6,25 % річних.

<sup>133</sup> Кредит був наданий Укресімбанку строком на 30 років, що передбачає шестирічний пільговий період, за плаваючою ставкою, прив'язаною до ставки LIBOR.

<sup>134</sup> ВТБ переносив термін сплати кредиту двічі протягом 2011 р. (протягом шести місяців кожного разу). Перший раз – в червні до грудня 2011 р., другий – наприкінці листопада до червня 2012 року.

- державному підприємству «Фінансування інфраструктурних проєктів» для виконання зобов'язань у рамках завдань і заходів, передбачених Державною цільовою програмою підготовки та проведення в Україні фінальної частини чемпіонату Європи 2012 р. з футболу – 5,496 млрд грн;
- Державній службі автомобільних доріг на будівництво, реконструкцію, капітальний та поточний ремонт автомобільних доріг загального користування державного і місцевого значення – 2,997 млрд грн;
- державному підприємству «Конструкторське бюро «Південне» ім. М. К. Янгеля» для продовження фінансування проєкту створення космічного ракетного комплексу «Циклон-4» – 2,737 млрд грн;
- ПАТ «Державний експортно-імпортний банк» за проєктом Міжнародного банку реконструкції та розвитку «Проєкт з енергоефективності» – 1,596 млрд грн;
- ВАТ «Лисичанськвугілля» для реалізації пілотного проєкту технічного переоснащення та модернізації відокремленого підрозділу «Шахта імені Д. Ф. Мельникова» – 0,679 млрд грн<sup>135</sup>.

Здійснення нових зовнішніх запозичень супроводжувалося зростанням виплат за державним боргом, що посилювало боргове навантаження на бюджет. Зокрема, порівняно з 2010 р. витрати з погашення й обслуговування державного боргу загалом зросли на 64,6 % у номінальному вираженні. Стосовно ВВП цей показник збільшився з 4,1 до 5,6 % від ВВП, стосовно доходів зведеного бюджету – з 15,6 до 19,9 %.

У 2011 р. продовжувалося зростання боргових зобов'язань держави, спричинене перевищенням державних запозичень над сумами погашення державного боргу і наданням державних гарантій. Внаслідок зростання платежів за зовнішнім державним боргом збільшилося боргове навантаження на державний бюджет.

На початку березня 2011 р. Кабінет Міністрів ухвалив Середньострокову стратегію управління державним боргом на 2011–2013 роки<sup>136</sup>.

<sup>135</sup> Висновки щодо виконання Державного бюджету України за 2011 р., підготовлені департаментом з питань бюджетної політики і затверджені постановою Колегії Рахункової палати : офіційний матеріал Рахункової палати України. – К., 2012.

<sup>136</sup> Про затвердження Середньострокової стратегії управління державним боргом на 2011–2013 роки : постанова Кабінету Міністрів України від 2.03.2011 № 170.

Документ передбачав збільшення частки внутрішнього боргу в прямому державному борзі до 46 % в 2011–2012 рр. і до 48 % в 2013 р. Крім того, планувалося щорічне зменшення відношення обсягу державного боргу до ВВП на 2 % від ВВП до 28 % від ВВП у 2013 р. Для досягнення поставлених цілей уряд планував поліпшити інфраструктуру ринку та впровадити широке коло боргових інструментів, зокрема, цінні папери, індексовані відповідно до рівня інфляції, й амортизаційні облігації, а також облігації з можливістю дострокового погашення. Крім того, Стратегія передбачала можливість продажу облігацій внутрішньої державної позики населенню.

Загалом ухвалення Стратегії як першого стратегічного документа в сфері управління державним боргом в Україні можна вважати позитивним кроком. Однак її головним недоліком є невизначеність щодо джерел майбутнього скорочення державного боргу (тобто шляхів досягнення визначених Стратегією цілей). Пізніше, у травні 2012 р., на заміну цьому документу була ухвалена нова Стратегія на період 2012–2014 рр., яка встановила жорсткіші фіскальні орієнтири на наступні три бюджетні роки<sup>137</sup>. Зокрема, на кінець 2012, 2013 і 2014 рр. встановлені такі орієнтири:

- 1) відношення обсягу державного боргу до ВВП – на рівні не більш як 30, 25 і 25 %;
- 2) частка державного внутрішнього боргу – не менш як 46, 47 та 48 %;
- 3) середньозважений строк до погашення державного боргу – не менш як 4,1, 4,2 і 4,3 року;
- 4) частка державного боргу з фіксованою ставкою – не менш як 65 %;
- 5) частка державного боргу, що рефінансується в наступному році, – орієнтовно не більш як 20 %.

З початку 2012 р. боргові виплати з Державного бюджету України суттєво збільшилися. На погашення та обслуговування державного боргу Україні в 2012 р. було спрямовано близько 6,8 % ВВП, а в 2013 р. необхідно сплатити близько 7,3 % ВВП (включаючи 81,1 млрд грн основної суми боргу та 35 млрд грн на обслуговування боргу).

У цілому на основі проведеного аналізу ретроспективи державних запозичень України з моменту набуття незалежності нашої країни мож-

<sup>137</sup> Про затвердження Середньострокової стратегії управління державним боргом на 2012–2014 роки : постанова Кабінету Міністрів України від 10.05.2012 № 607.

на визначити три етапи формування фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу.

1. Кризовий етап: формування елементів механізму регулювання боргу, спрямування боргової політики на здійснення та обслуговування позик міжнародних фінансових організацій.
2. Етап становлення та розвитку:
  - формування та розвиток зв'язків між елементами механізму регулювання державного боргу;
  - підпорядкованість функціонування елементів механізму регулювання поточним потребам у сфері державних видатків;
  - спрямування боргової політики на короткострокову перспективу, розв'язання поточних проблем дефіцитності державного бюджету.
  - початок становлення інфраструктури, початок вироблення стратегічного підходу у сфері державних запозичень.
3. Етап удосконалення: етап майбутнього, перспективного розвитку подій, що передбачає:
  - становлення зв'язків між елементами механізму регулювання боргу та складовими фінансової системи;
  - координацію операцій на ринках внутрішніх та зовнішніх боргових зобов'язань;
  - вироблення процедур управління ризиками, пов'язаними зі структурою державного боргу.

Слід зазначити, що на сьогодні Україна перебуває на третьому з наведених вище етапів, водночас деякі завдання другого етапу залишилися до кінця не виконаними. Зокрема, йдеться про становлення інфраструктури. Крім того, окремі елементи механізму управління державним боргом функціонують автономно, не забезпечується їхнє гармонійне поєднання для досягнення стратегічних цілей розвитку. Реалізація певних заходів відбувається у відповідь на поточні потреби у сфері державних фінансів, а управління державним боргом України, незважаючи на ухвалення Середньострокової стратегії управління державним боргом, зосереджено, переважно на вирішенні короткострокових завдань бюджетної політики.

У 2013 р. основні зусилля уряду у сфері тактичного управління державним боргом України спрямовувалися на забезпечення повного і своєчасного виконання боргових зобов'язань, підтримку кредитних рейтингів держави, забезпечення розміщення планових обсягів ОВДП на первинному ринку та залучення зовнішнього позичкового фінансуван-

ня з метою підтримки бюджету і платіжного балансу України. На внутрішньому ринку державні цінні папери розміщувалися відповідно до оприлюдненого графіка, який розроблено Міністерством фінансів України з урахуванням необхідності вирівнювання профілю боргових виплат, а також строків здійснення й очікуваних витрат на погашення та обслуговування державного боргу.

Наказом Міністерства фінансів України від 21.02.2013 № 277 було затверджено Програму управління державним боргом на 2013 рік. Програмою передбачалося використання широкого спектра боргових інструментів з метою фінансування Державного бюджету України з різними валютами номінації, строками погашення, видами процентних ставок. Згідно з програмою, на кінець 2013 р. відношення державного зовнішнього боргу до загальної суми державного боргу мало становити 48,7 %, а частка державного боргу з плаваючими ставками у загальній сумі державного боргу – орієнтовно 18,8 %.

Значна увага приділялася стратегічним аспектам управління державним боргом. Постановою Кабінету Міністрів України від 29.04.2013 № 320 затверджено Середньострокову стратегію управління державним боргом на 2013–2015 роки. Для досягнення цілей стратегії у найближчі три роки урядом передбачено вжиття таких заходів:

- удосконалення нормативно-правової бази з питань управління державним боргом;
- складення графіка проведення аукціонів ОВДП із зазначенням видів та строків обігу боргових цінних паперів;
- проведення аналізу та оцінки ризиків, пов'язаних із державним боргом;
- регулярне розміщення державних цінних паперів із різними строками обігу;
- створення умов для ефективного функціонування первинних дилерів та підтримання ними двостороннього котирування державних боргових цінних паперів;
- здійснення операцій з активного управління державним боргом;
- вивчення можливості розширення переліку державних боргових інструментів, у тому числі цінних паперів для населення у гривні;
- розширення співпраці з міжнародними фінансовими організаціями;
- розвиток інформаційно-технічного забезпечення процесу управління державним боргом, зокрема шляхом удосконалення інформаційно-аналітичної системи «Управління державним боргом»;

– регулярне розміщення інформації про управління державним боргом на офіційному веб-сайті Міністерства фінансів України.

Водночас небезпечною тенденцією у сфері формування державного боргу, яка набула незворотного характеру починаючи з 2008 р., стало постійне нарощування обсягу державного і гарантованого боргу. Активне використання боргових механізмів урядом пояснювалося намаганнями підтримати сукупний попит в умовах гальмування економічної діяльності та погіршення кон'юнктури світових ринків, зусиллями із забезпечення належного рівня міжнародної ліквідності країни, намаганнями запобігти занепаду ключових галузей бюджетної сфери та загостренню соціальної напруги у суспільстві.

Державний і гарантований державою борг України станом на 31 грудня 2013 р. дорівнював 584,4 млрд грн, або 40,2 % ВВП за 2012 рік. За останні шість років державний борг збільшився у 6,3 раза в гривнях та у 4 рази – в доларовому еквіваленті. Абсолютна сума державного і гарантованого державою боргу за 2013 р. збільшилася на 68,9 млрд грн, а відносний рівень боргу до ВВП за цей самий період – на 3,6 в. п. Відносний рівень боргу до доходів державного бюджету підвищився на 14,1 в. п.

На погашення й обслуговування державного боргу було спрямовано суму, еквіваленту 26,7 % доходів бюджету в 2012 р. та 32,9 % доходів у 2013 р. Більш суттєвим було навантаження обслуговування зовнішнього боргу на платіжний баланс України: в 2013 р. воно досягло 40,7 % експорту товарів і послуг. Короткостроковий зовнішній сукупний борг за залишковим терміном погашення у відсотках до міжнародних резервів України сягнув величини в 338 %, що більше ніж утричі перевищує граничний рівень.

Водночас суттєві загрози для боргової стійкості України зумовлюються:

- значним обсягом державного і гарантованого державою боргу відносно ВВП країни;
- високим рівнем державного і гарантованого державою боргу відносно доходів державного бюджету;
- великою часткою боргових зобов'язань, номінованих в іноземній валюті в структурі державного боргу України;
- значними обсягами вилучення валютних ресурсів на зовнішньо-боргові виплати всіх секторів економіки.

Деформація структури державного боргу України на користь зовнішніх позик та внутрішніх валютних позик суттєво підвищили валютні ри-



зики державного боргу України. Крім того, значні обсяги зовнішньоборгових виплат усіх секторів економіки, річні обсяги яких у 3,3 раза перевищують розмір міжнародних резервів України (за гранично допустимого відношення 1), суттєво підвищують вірогідність ускладнень на валютному ринку та актуалізують проблеми зовнішньої платоспроможності.

Бюджетом 2013 р. було передбачено приріст прямого державного боргу на 83,8 млрд грн за рік і надання державних гарантій у сумі до 50 млрд грн. Для порівняння: у 2012 р. приріст прямого і гарантованого державою боргу становив 42,3 млрд грн, а у 2011 р. – 40,8 млрд грн.

У 2013 р. суттєве збільшення державного боргу стало результатом порівняно м'якої бюджетної політики. При затвердженні бюджету планувалося також поповнення статутних фондів НАК «Нафтогаз України», Ощадного банку, АТ «Українське Дунайське пароплавство» і Аграрного фонду за рахунок емісії ОВДП на загальну суму 14,7 млрд грн. Проте лише для рекапіталізації НАК «Нафтогаз України» за 11 місяців було емітовано ОВДП на суму 18,7 млрд грн.

При прогнозуванні обсягу державного боргу та величини боргових виплат бюджету на перспективу слід враховувати і такі «обтяжуючі обставини»:

- 1) значна частка боргових зобов'язань, номінованих в іноземній валюті чи прив'язаних до валютного курсу, в загальній структурі державного боргу визначає високу чутливість відносного показника боргу до динаміки обмінного курсу національної валюти;
- 2) значні обсяги високоризикових умовних зобов'язань держави можуть суттєво збільшити тягар боргового навантаження у кризових умовах;
- 3) в Україні обліку і моніторингу підлягає 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.

При оцінці ризиків для фінансової стабільності і перспектив утримання боргової стійкості в Україні слід брати до уваги не лише прямі боргові зобов'язання уряду, а й найбільш вагомі і ризикові умовні зобов'язання держави. В міжнародній практиці основними видами неочевидних умовних зобов'язань є:

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

- погашення державою зобов'язань державних чи приватних підприємств, які мають стратегічно важливе значення;
- захист дрібних інвесторів приватних пенсійних фондів у разі їх банкрутства;
- ліквідація наслідків стихійних лих і відновлення природного середовища у разі 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 року.

Згідно зі «Стокгольмськими принципами» органи, відповідальні за управління державним боргом, повинні ідентифікувати основні джерела ризиків, на вплив яких наражаються суверенні баланси, та модифікувати відповідним чином свої моделі і методики управління ризиками. Насамперед йдеться про фінансові шоки, спричинені перекладенням неочевидних умовних зобов'язань уряду на державний бюджет (такі як підтримка фінансового сектору в кризових умовах, порятунком від дефолтів місцевих органів влади і державних підприємств), а також шоки, які виникають унаслідок 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 у фактичні реалізується шляхом взяття урядом на поруки неплатоспроможних банків, місцевих органів влади, державних (а в деяких випадках і приватних) підприємств. Такий стан справ згодом може призвести до вибухо-небезпечного зростання державного боргу і виникнення кризи державної заборгованості.

Фахівці INTOSAI розробили спеціальні рекомендації для оцінки і контролю умовних зобов'язань держави<sup>138</sup>. Вони вказують на те, що ефективне управління державним боргом потребує не лише контролю за станом державного боргу чи обсягом дефіциту бюджету, а й розроблен-

<sup>138</sup> Fiscal Exposures: Implications for Debt Management and the Role for SAIs / INTOSAI Public Debt Committee. – 2003. – Feb. – 48 p.

ня всеохоплюючої стратегії. Така стратегія повинна включати моніторинг і облік умовних зобов'язань, ефективне управління ризиками і уникнення «взяття на поруки» урядом підприємницьких структур. Ширший аналіз фіскальних ризиків і фінансових зобов'язань держави у поєднанні з традиційним аналізом боргових індикаторів дасть змогу отримати більш реальну картину платоспроможності держави.

У деяких країнах – Новій Зеландії, Словенії, Швеції, Колумбії, Марокко – управління умовними зобов'язаннями віднесено до функцій національних боргових агенцій. У Ірландії, Польщі і Португалії за управління умовними зобов'язаннями відповідають окремі підрозділи Казначейства чи міністерства фінансів. У Австралії, Чилі, Колумбії, Перу, Новій Зеландії та США державні установи надають ґрунтовну інформацію про сформовані умовні зобов'язання і заходи, які вживаються для утримання їх під контролем. У спеціальних пояснюючих документах надається законодавча база та інші джерела утворення умовних зобов'язань, надається інформація про фактичне виконання гарантованих зобов'язань урядом, про активи, які потенційно можуть бути використані для покриття умовних зобов'язань, про заходи, які вживаються для управління ризиками умовних зобов'язань<sup>139</sup>.

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

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

Таким чином, сума основних умовних зобов'язань Уряду України на початку року досягала 568,1 млрд грн<sup>140</sup>. А сума державного боргу і основних умовних зобов'язань уряду становила 1083,5 млрд грн, або 78 % ВВП за 2012 р. Якщо допустити, що сума державного і гарантованого державою боргу становитиме 585 млрд грн у кінці 2013 р. й надалі вона суттєво не змінюватиметься, а ймовірність виконання умовних зобов'язань уряду в найближчі роки дорівнюватиме 20 %, то у середньостроковій

<sup>139</sup> *Cebotari A. Contingent Liabilities: Issues and Practice / A. Cebotari // IMF Working Paper. – 2008. – № 245. – С. 45.*

<sup>140</sup> Ця сума не включає державних гарантій за кредитами.

перспективі сума боргових зобов'язань уряду може досягти 744 млрд грн, або 52 % ВВП за 2013 р.

У 2013 р. у сфері формування державного боргу України спостерігалися такі негативні тенденції:

- 1) **високі темпи зростання державного боргу України в умовах стагнації реального ВВП і експорту**, що підриває економічний потенціал для виплати накопичених боргів. Темпи приросту державного боргу України за роками становили: 113,4 % за 2008 р., 67,8 % за 2009 р., 36 % за 2010 р., 9,5 % за 2011 р., 8,9 % за 2012 р., 13,3 % за 2013 рік;
- 2) **зниження ринкового попиту на облігації внутрішньої позики, внаслідок підвищення ризиків платоспроможності держави й очікувань девальвації гривні**. У січні-липні 2013 р. щомісяця до бюджету у середньому залучалося 4,7 млрд грн від розміщення гривневих ОВДП. А у серпні-жовтні середньомісячні обсяги розміщення гривневих ОВДП знизилися до 2,2 млрд грн. Від розміщення валютних ОВДП у I кв. та у травні-липні 2013 р. до бюджету надходило у середньому 590,7 млн дол. на місяць, в той час як у серпні залучено лише 186,7 млн дол., у вересні – 104 млн дол. У жовтні 2013 р. Мінфіну взагалі не вдалося розмістити валютні ОВДП. Показовими є й такі цифри: сума ОВДП в обігу збільшилася майже на 50 млрд грн за січень-липень і лише на 1,2 млрд грн за серпень-жовтень 2013 р.;
- 3) **зміна каналів грошової пропозиції і суттєва участь НБУ в операціях з державними цінними паперами**. Так, з 1 січня до 20 листопада 2013 р. загальна сума ОВДП в обігу збільшилася на 50,8 млрд грн, при цьому на 35,3 млрд грн збільшилася сума ОВДП у власності НБУ. Тобто сумарний попит на ОВДП на 70 % забезпечувався за рахунок участі НБУ. Цей коефіцієнт істотно підвищився, починаючи з серпня, і надходження від НБУ використовувалися не лише на фінансування бюджетного дефіциту, а й на погашення минулих випусків ОВДП;
- 4) **суттєве зростання гарантованого державою боргу** за відсутності чітких структурних пріоритетів державної політики надання гарантій за кредитами, за низької транспарентності і підзвітності такої політики, а також не застосуванні поширених у міжнародній практиці засобів мінімізації фіскальних ризиків державних гарантій;

5) **втрата доступу до зовнішніх ринкових позик урядом** після зниження кредитного рейтингу України агентством Moody's і підвищення спредів за облігаціями зовнішньої позики України у вересні 2013 р. Величина спреду «EMBI+ Україна» станом на 30 жовтня дорівнювала 844 б. п., збільшившись з середини березня 2013 р., на 316 б. п. У міжнародній практиці оцінки фінансової позиції держави вважається, що спред на рівні 600 б. п. і вище *породжує реальні загрози для боргової стійкості держави*, оскільки уряд втрачає можливість безперервного залучення нових позик і рефінансування (хоча б часткового) накопичених боргів.

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 р. передбачено збільшення платежів у рахунок погашення і обслуговування державного боргу України на 21,4 млрд грн порівняно з 2012 р., а всього боргові виплати з бюджету 2013 р. мали становити 116,1 млрд грн. Крім того, слід урахувувати, що розмір державного і гарантованого державою боргу є ключовим показником для оцінки ризиків платоспроможності держави: збільшення такого розміру обертається підвищенням кредитних ризиків для інвесторів у державні цінні папери і відбивається на рівні процентних ставок за державними облігаціями.

За результатами емпіричного дослідження встановлено: зростання попиту держави на позичкові кошти, індикаторами якого є приріст непогашеної суми ОВДП, зростання абсолютної та відносної суми державного боргу, стає рушійною силою підвищення рівня процентних ставок за ОВДП<sup>141</sup>. 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 з темпом приросту ОВДП в обігу дорівнює 0,51. Оцінені коефіцієнти моделі дають підстави зробити висновок про те, що збільшення розміру державного боргу відносно ВВП на 1 в. п. обертається підвищенням реальної процентної ставки за ОВДП на 0,17 в. п.

<sup>141</sup> 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.

Логічно допустити, що обсяг державного боргу України як індикатор кредитних ризиків для інвесторів у державні цінні папери впливає на рівень відсоткових ставок не лише на внутрішньому фінансовому ринку, а й на зовнішньому ринку. Провівши емпіричне дослідження факторів впливу на рівень спредів за суверенними облігаціями України на міжнародних ринках, було встановлено, що коефіцієнт парної кореляції спреду «EMBI+ Україна» з приростом розміру державного боргу за квартал становить 0,57. Розроблена автором модель дає можливість оцінити ефект впливу державного боргу на рівень спреду: при збільшенні приросту державного боргу відносно ВВП на 1 в. п. за квартал спред «EMBI+ Україна» збільшується на 0,1 в. п.<sup>142</sup>

Отже, високі темпи зростання державного боргу протягом 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 потребують зваженого управління державним боргом України.

За наявних зон вразливості до впливу кризових чинників, які породжуються борговими процесами, держава має сформувати ефективну систему моніторингу боргової безпеки, яка створюватиме підґрунтя для прийняття виважених державних рішень. Дотримання умов і критеріїв боргової безпеки, а також зважене управління державними фінансами, грошово-кредитною системою і валютно-фінансовою сферою є критично важливими для мінімізації боргових ризиків і забезпечення фінансової стабільності у довготривалій перспективі.

### **3.2. КОМПЛЕКСНА ОЦІНКА ДЕФІЦИТУ ДЕРЖАВНИХ ФІНАНСІВ І ВЕЛИЧИНИ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ УКРАЇНИ**

Загальноприйнятими індикаторами стану державних фінансів в Україні є сальдо бюджету, державний та гарантований державою борг, на рівень та обсяги яких у Бюджетному кодексі та в бюджетному законодавстві на відповідний рік встановлені кількісні обмеження.

Проте є низка аспектів обліку операцій і боргових зобов'язань державного сектору, які потребують удосконалення у середньостроковій перспективі. Зокрема, в Україні показник сальдо бюджету та державно-

<sup>142</sup> Богдан Т. П. Державний борг України: особливості формування та управління в сучасних умовах / Т. П. Богдан // Фінанси України. – 2013. – № 1. – С. 32–46.

го й гарантованого боргу не є зіставними з відповідними показниками у більшості розвинутих країн світу, на які встановлюються кількісні обмеження. Серед причин цього явища є не лише недосконала методика обліку, а й значний обсяг проведення квазіфіскальних операцій.

До особливостей обліку та використання показника сальдо бюджету, які призводять до заниження показника дефіциту бюджету та/або зменшують його значення як індикатора збалансованості державних фінансів в Україні, відносять:

1. Для оцінки стану державних фінансів практично не використовуються такі показники як сальдо бюджету на рівні центрального уряду та сектору загального державного управління. Відповідно до міжнародної практики, найпоширенішими показниками збалансованості державних фінансів є сальдо сектору загального державного управління (СЗДУ) та центрального уряду. Натомість в Україні як показник збалансованості державних фінансів найчастіше використовують дефіцит/профіцит державного бюджету, тобто показник, що, згідно з класифікацією МВФ, охоплює лише частину сектору центрального уряду – *budgetary central government*<sup>143</sup> – і не враховує операцій позабюджетних установ, діяльність яких безпосередньо координує Кабінет Міністрів України, фондів соціального страхування, пенсійного фонду, місцевих бюджетів (рис. 3.2).

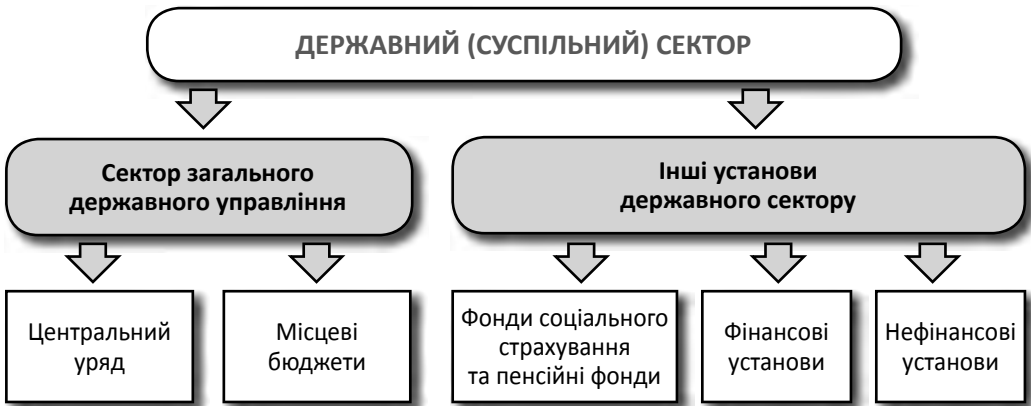


Рис. 3.2. Схема державного (суспільного) сектору в Україні

Складено автором.

<sup>143</sup> Government Finance Statistics Manual 2001 // Companion Material [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfs/manual/intbin.pdf>.

Також, з метою якіснішої оцінки сектору державних фінансів у деяких країнах ведеться облік сальдо бюджету на рівні всього державного сектору, включаючи всі державні підприємства. В умовах погіршення фінансових показників сектору загального державного управління, уряд може зменшувати загальну вартість активів, що перебувають у державній власності і за рахунок виручених від їхньої реалізації коштів покрити власний попередньо накопичений борг, чи спрямовувати їх на споживання, яке б в іншому разі здійснювалося за рахунок накопичення боргу. Однак споживання державою раніше накопичених економічних активів, від використання яких суспільство у довгостроковому періоді отримує вигоди, зрештою позначиться на майбутньому рівні боргу сектору державного управління.

Натомість, у разі здійснення операцій іншими установами мав місце значний вплив на показники сальдо центрального уряду, що призводило до їхнього викривлення. Операції запозичення та використання залучених коштів, що здійснювались зазначеними установами, не враховуються при визначенні показників сектору центрального уряду. Відображення фінансової діяльності цих установ у державному бюджеті відбувається за статтею видатків лише за необхідності погашення запозичень. Використання такого підходу призводить до викривлення в часі обсягів сальдо бюджету та заниження його рівня відносно ВВП у середньо- та довгостроковому періоді.

Ірраціональною є методика обліку операцій Укравтодору, який починаючи з 2004 р. здійснює запозичення під державні гарантії та погашає їх від власного імені. Зазначені операції відображаються за статтями доходів (за кодом – кошти, що отримують бюджетні установи від підприємств, організацій, фізичних осіб та від інших бюджетних установ для виконання цільових заходів) і видатків (за кодом – оплата послуг) державного бюджету. Враховуючи, що Укравтодор є бюджетною установою, за своєю суттю ці запозичення є державними запозиченнями, а тому повинні відображатися у державному бюджеті за статтями фінансування державного бюджету<sup>144</sup>. Однак невиконання зазначених вимог призводить до значного викривлення показника сальдо державного бюджету.

<sup>144</sup> The impact on EU governments' deficit and debt of the decisions taken in the 2011–2012 European summits [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/government\\_finance\\_statistics/documents/Note\\_on\\_statistical\\_implications\\_of\\_summits-updated-12\\_A.pdf](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/government_finance_statistics/documents/Note_on_statistical_implications_of_summits-updated-12_A.pdf).



2. Облік операцій здійснюється лише за касовим методом, який передбачає відображення операцій у момент руху коштів. Натомість у розвинутих країнах здебільшого (або одночасно) використовується метод нарахувань, який передбачає відображення операцій зважаючи на дату виникнення зобов'язань. Відповідно в Україні не враховується кредиторська та дебіторська заборгованості державного та місцевих бюджетів. Зокрема, суттєвим є вплив залишків невідшкодованих із державного бюджету сум ПДВ на реєстраційні рахунки в банку з урахуванням випуску ПДВ – облігацій, переплат обов'язкових платежів до державного бюджету, кредиторської заборгованості місцевих бюджетів. Запровадження обліку дефіциту бюджету згідно з методом нарахувань надало б змогу коректніше визначати обсяги дефіциту бюджету на рівні державного та зведеного бюджетів.

3. Зарахування в 2009 р. спеціальних прав запозичення, отриманих від МВФ, до доходів державного бюджету.

4. Відображення витрат державного бюджету на покриття дефіциту Пенсійного фонду і на придбання цінних паперів із низьким кредитним рейтингом за статтею фінансування «придбання фінансових активів».

Зокрема, обсяг неповернених позик Пенсійним фондом у 2008 р. становив 3,6 млрд грн, у 2009 р. – 16 млрд, у 2010 р. – 7,9 млрд, у 2011 р. – 12,4 млрд, у 2012 р. – 11,9 млрд грн (табл. 3.3).

Також низькою є ймовірність повернення коштів, спрямованих на рекапіталізацію установ, що перебували на межі банкрутства. Відповідно до рекомендацій *Eurostat*, операції із придбання урядом акцій комерційних банків повинні відображатись за статтею придбання фінансових активів виходячи із ринкової вартості придбаних акцій за участі приватних інвесторів у рекапіталізації зазначених установ, а також враховуючи прибутковість та збитки у довгостроковому періоді<sup>145</sup>. Обсяги придбання акцій комерційних банків, що перебували на межі банкрутства («Київ», «Родовід» та «Укргазбанк»), в Україні були значними. Так, у 2009 р. уряд придбав акції зазначених комерційних банків на суму 17,6 млрд грн, у 2011 р. – 8,3 млрд.

Здійснюючи облік подібних операцій за методом нарахувань, необхідно враховувати ймовірність повернення витрачених коштів із приве-

<sup>145</sup> The impact on EU governments' deficit and debt of the decisions taken in the 2011–2012 European summits [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/government\\_finance\\_statistics/documents/Note\\_on\\_statistical\\_implications\\_of\\_summits-updated-12\\_A.pdf](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/government_finance_statistics/documents/Note_on_statistical_implications_of_summits-updated-12_A.pdf).

Таблиця 3.3

**Фактори, котрі необхідно враховувати при визначенні дефіциту сектору загального державного управління за методом нарахувань, та їхня вартісна оцінка, млрд грн**

Показник	2008	2009	2010	2011	2012
Зміна обсягів переплати обов'язкових платежів до державного бюджету	4,4	5,7	0,6	3,8	2,5
Зміна залишків невідшкодованого ПДВ	5,5	9,0	-10,7	4,2	-2,5
Випуск ПДВ-облігацій	н/д	н/д	16,4	н/д	н/д
Зарахування СПЗ у доходи бюджету	н/д	15,7	н/д	н/д	0,0
Запозичення під державні гарантії ДП «Фінансування інфраструктурних проєктів»	н/д	н/д	4,5	5,5	4,4
Сальдо запозичень «Укравтодору»	0,6	7,3	2,1	0,8	2,7
Отримані позики	1,0	9,0	3,5	3,0	4,0
Погашені позики	0,4	1,7	1,4	2,2	1,3
Обсяг неповернення позик Пенсійним фондом	3,6	16,0	7,9	12,4	11,9
Отримані позики	6,0	36,6	45,1	43,4	...
Погашення позик	2,4	20,5	37,2	31,0	...
Збільшення статутного капіталу комерційних банків, що перебували на межі банкрутства	н/д	17,6	н/д	8,3	0,0
Київ	н/д	3,6	н/д	н/д	0,0
Родовід	н/д	8,4	н/д	4,0	0,0
Укргазбанк	н/д	5,7	н/д	4,3	0,0
Дефіцит НАК «Нафтогаз України»	2,0	22,7	18,2	20,4	29,4

Складено за даними Міністерства фінансів України, Державної казначейської служби України, Рахункової палати, Національного банку України.

денням до теперішньої вартості. Наприклад, якщо ймовірність неповернення становить 70 %, то 30 % від обсягу витрат на рекапіталізацію належить до статті «придбання фінансових активів», а 70 % – до видатків бюджету.

Більш чітким критерієм віднесення витрат на рекапіталізацію до операцій з придбання фінансових активів чи до видатків бюджету може бути й довгостроковий кредитний рейтинг підприємств, що рекапіталізуються за зобов'язаннями в іноземній валюті, який присвоюється міжнародними рейтинговими агентствами. Наприклад, у разі відсутності рейтингу, його відкликання або перебування рейтингу протягом року нижче позиції «В» (*Standard and Poor's* та *Fitch*) або «В3» (*Moody's*) 75 %

витрат на придбання акцій відносяться до витрат, а 25 % – до статті фінансування за активними операціями. У випадку використання зазначеної методики для обліку операцій із збільшення статутного капіталу комерційних банків, що перебували на межі банкрутства, дефіцит бюджету визначений згідно з методом нарахувань був би більшим на 13,2 та 6,2 млрд грн у 2009 та 2011 рр. (17,6 та 8,3 з коригуючим коефіцієнтом 0,75).

Зазначена проблема є актуальною і при обліку операцій з рекапіталізації НАК «Нафтогаз України» (див. табл. 3.3). Враховуючи, що міжнародні агентства у 2009 р. знизили кредитний рейтинг цієї установи до дефолтного рівня, а також той факт, що кошти від емісії акцій НАК «Нафтогаз України» використовуються на покриття поточних збитків, усі витрати бюджету на збільшення статутного капіталу доцільно відображати як видатки.

З урахуванням виявлених особливостей обліку сальдо бюджету в Україні було проведено оцінку сальдо бюджету за методом нарахувань та відповідно до міжнародних стандартів. Згідно з отриманими даними дефіцит бюджету сектору загального державного управління (СЗДУ), визначений за методом нарахувань, в разі перевищує відповідний показник, обчислений для державного бюджету за касовим методом (рис. 3.3).

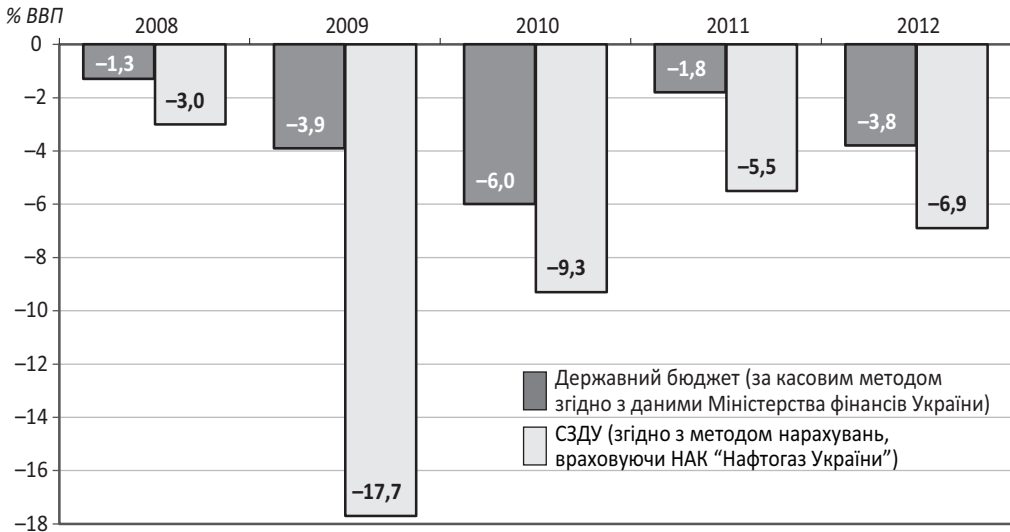


Рис. 3.3. Зміна оцінки сальдо СЗДУ за методом нарахувань та сальдо державного бюджету України

Складено за даними Міністерства фінансів України та розрахунками авторів.

Традиційно головними показниками боргового навантаження у сфері державних фінансів України вважаються показники, пов'язані з державним боргом, тобто залученим безпосередньо Кабінетом Міністрів України. Відповідно до національного законодавства в Україні ведеться облік лише державного боргу – утвореного безпосередньо урядом. На відміну від країн ЄС та більшості розвинутих країн, державний борг в Україні не враховує боргу інших установ, що належать до сектору центрального уряду (ДІУ, Укравтодору, ДП «Фінансування інвестиційних проектів» та ін.), а також боргу місцевих органів влади, що не дає змогу коректно зіставляти ці показники.

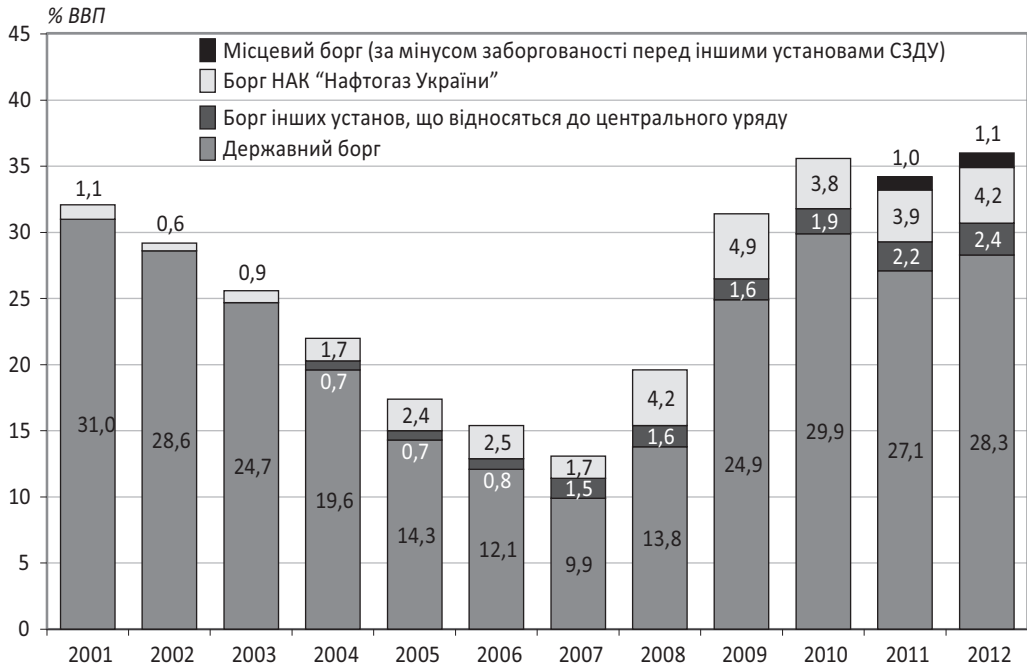
Такий підхід був виправданим протягом попередніх періодів, коли за винятком запозичень місцевими органами влади, в СЗДУ запозичення здійснювалися лише Кабінетом Міністрів України. У 2004 р. таке право отримав Укравтодор, у 2007 р. – Державна іпотечна установа (ДІУ), у 2009 р. ДП «Львівська ОДПЗ» та ДП «Укрмедпостач», а в 2010 р. – ДП «Фінансування інфраструктурних проектів» (ДП «Фінінпро»). Запозичення, здійснені цими установами, не належать до складу державного боргу, хоча їхнє погашення та обслуговування (крім позик ДІУ) здійснюється за рахунок перерозподілу коштів, що надходять з державного бюджету за статтями фінансування відповідних установ. Як наслідок, рівень боргу та фактичних боргових виплат, які здійснюються з державного бюджету є вищими за показники державного боргу та виплат за ним (табл. 3.4).

Таблиця 3.4

**Динаміка обсягів боргових зобов'язань у державному секторі  
(без урахування запозичень місцевих органів влади), млрд грн**

Суб'єкти боргових зобов'язань	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Кабінет Міністрів України	71,3	130,7	227,0	323,5	357,3	399,2	480,0
Укравтодор	10,0	13,0	11,4	13,3	16,7	16,8	27,1
Державна іпотечна установа	1,0	2,0	3,0	3,0	2,0	2,0	3,2
ДП «Фінінпро»	0,0	0,0	0,0	4,5	10,1	14,5	14,5
НАК «Нафтогаз України»	12,5	39,9	66,4	80,3	84,9	108,7	116,4
Місцеві органи влади (за мінусом заборгованості перед іншими установами СЗДУ)	н/д	н/д	н/д	н/д	9,5	9,1	11,4

Складено за: Борг у секторі загального державного управління [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://ecofin.org.ua/GGD>.



**Рис. 3.4. Зміни рівня боргового навантаження у державному секторі України (дані щодо місцевого боргу наявні з 2011 р.)**

Складено за: Борг у секторі загального державного управління [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://ecofin.org.ua/GGD>.

Ще більшим може виявитись рівень боргового навантаження уряду у разі необхідності виконання боргових зобов'язань НАК «Нафтогаз України» за рахунок коштів державного бюджету (рис. 3.4). Хоча це підприємство і не належить до сектору загального державного управління, є висока ймовірність того, що у разі неспроможності виконувати власні зобов'язання уряд буде змушений виконувати боргові зобов'язання НАК «Нафтогаз України». У 2013 р. обсяг боргових зобов'язань цієї компанії, визначений як сума статей балансової звітності «довгострокові зобов'язання» та «короткострокові кредити в банках», збільшився до 116,4 млрд грн або 8 % ВВП.

Тобто загальний рівень боргового навантаження у державному секторі у 2012 р. збільшився до 39,1 %, а у 2013 р. збільшився до 44,9 % ВВП. Рівень погашення та обслуговування боргу за такого рівня боргових зобов'язань становитиме 13–14 % ВВП, що істотно збільшує ризики невиконання боргових зобов'язань СЗДУ.

Отже, проведені дослідження дає підстави для таких висновків. Підвищення ефективності обліку операцій органів сектору загального державного управління має спиратися на проведення таких заходів: запровадження обліку операцій за методом нарахувань; проведення оцінки якості придбаних фінансових активів; запровадження обліку дефіциту бюджету та боргу на рівні сектору загального державного управління та всього державного сектору; запровадження обліку первинного циклічно-скоригованого дефіциту бюджету; запровадження обліку квазіфіскальних операцій.

### **3.3. СТРУКТУРНІ АСИМЕТРІЇ БОРГОВОГО ПОРТФЕЛЯ ДЕРЖАВИ ТА ПРОБЛЕМИ УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ УКРАЇНИ**

Глобальна заборгованість – одна з характерних особливостей сучасних національних економік. У теперішній час неможливо знайти державу, яка була б спроможна обходитися без зовнішніх запозичень. Використання їх державою зумовлено нестачею власних фінансових ресурсів, необхідних для виконання боргових зобов'язань, покриття дефіциту державного бюджету, фінансування проектів, підтримки національної валюти тощо. За умови ефективного використання залучені ресурси можуть стати чинником економічного зростання. Проте в іншому випадку збільшення заборгованості може призвести до фінансової кризи, порушити макроекономічну стабільність.

Домінування зовнішньої складової у структурі державного боргу України стало одним із чинників посилення незбалансованості державних фінансів у період фінансової кризи 2008–2009 рр. Надмірне запозичення за кордоном при ігноруванні внутрішніх джерел фінансування дефіциту бюджету зробили державні фінанси України вразливими до коливань кон'юнктури на міжнародних фондових ринках та стали причиною виникнення кризи ліквідності при дестабілізації на зовнішніх ринках позичкового капіталу.

В структурі державного боргу впродовж 2008–2013 рр. зовнішній державний борг переважає над внутрішнім, і лише з 2012 р. їхнє співвідношення стає збалансованим (рис. 3.5).

Протягом останніх п'яти років обсяги державного боргу значно збільшилися. Так, якщо у 2008 р. державний борг України становив 24599 млн дол. США, то у 2012 р. цей показник дорівнював 64495 млн дол. США,

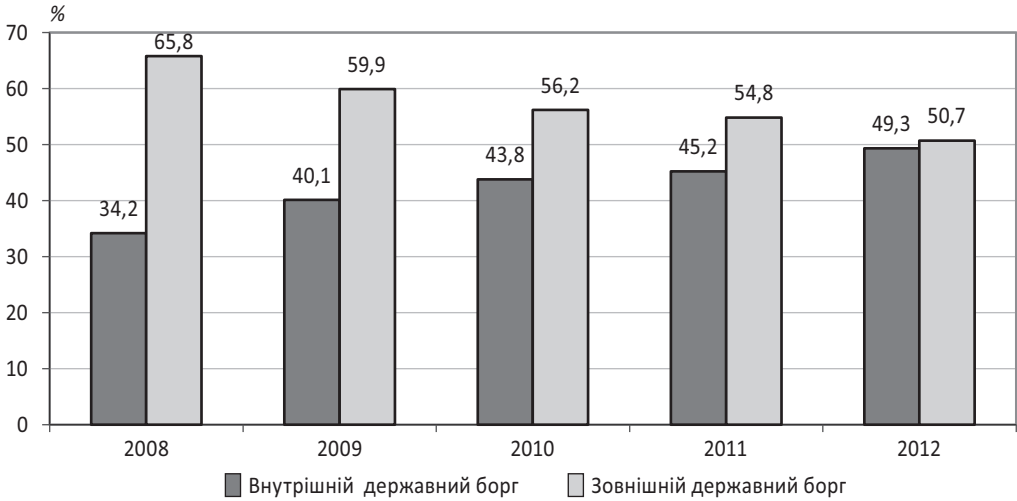


Рис. 3.5. **Зміни питомої ваги складових державного боргу України, %**  
Складено за даними Міністерства фінансів України.

що у 2,6 раза більше за відповідний показник 2008 р., а в 2013 р. він становив 73 110 млн дол. США.

У 2008 р. частка зовнішнього державного боргу у загальному обсязі державного боргу дорівнювала 65,8 %, тоді як у 2013 р. – 51,4 %. Разом з тим маємо відзначити позитивну тенденцію щодо зростання частки внутрішнього боргу (з 34,2 % у 2008 р. до 48,6 % у 2013 р.). Відомо, що накопичення зовнішнього боргу зумовляє негативні економічні наслідки: з виплатою процентів і основної суми боргу пов'язаний відплив іноземної валюти, що призводить до зменшення валютних резервів та скорочення імпорту.

В Україні на кінець 2013 р. прямий зовнішній державний борг становив 74,4 % загальної суми зовнішнього державного боргу, а гарантований борг – відповідно 25,6 % (рис. 3.6).

У 2011–2012 рр. суттєво зріс гарантований борг, причому як абсолютне значення, так і частки у структурі заборгованості. Зокрема, у 2012 р. він збільшився майже в півтора рази, порівняно з показником 2009 р. (табл. 3.5).

У 2010 р. зростання зовнішнього державного боргу України відбулось за рахунок збільшення обсягів прямого зовнішнього боргу на 7738,4 млн дол. США та гарантованого зовнішнього боргу на 2427,6 млн дол. США. Тобто у 2009–2010 рр. темпи зростання прямого зовнішнього боргу пе-

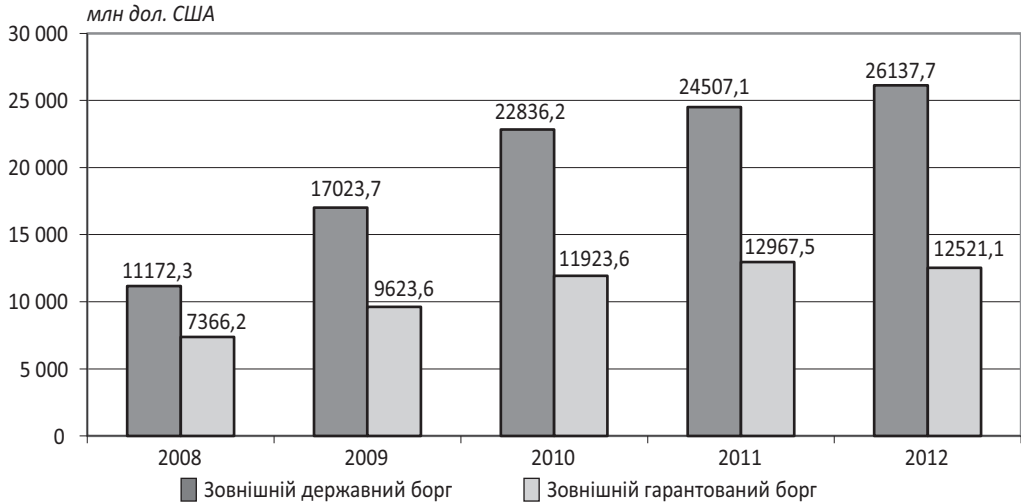


Рис. 3.6. Динаміка обсягу зовнішнього боргу України, млн дол. США  
Складено за даними Міністерства фінансів України.

Таблиця 3.5

Динаміка державного та гарантованого державою боргу України,  
млн дол. США

Рік	Державний борг		Гарантований борг	
	Внутрішній	Зовнішній	Внутрішній	Зовнішній
2008	5 800,8	11 172,3	259,8	7 366,2
2009	11 405,1	17 023,7	1 761,1	9 623,6
2010	17 792,9	22 836,2	1 745,3	11 923,6
2011	20 209,1	24 507,1	1 532,0	12 967,5
2012	23 808,2	26 137,7	2 028,2	12 521,1
2013	32 148,1	27 931,8	3 394,1	9 636,2

Складено за даними Міністерства фінансів України.

ревищили темпи зростання гарантованого зовнішнього боргу України. Динаміку прямого зовнішнього боргу наведено на рис. 3.7.

Незважаючи на деяке зменшення частки гарантованого боргу у 2012 р. порівняно з 2011 р., його обсяги продовжують зростати. Це явище є негативним, адже, як демонструє практика, в Україні отримувачі іноземних кредитів під державні гарантії перекладають свої фінансові зобов'язання перед іноземними кредиторами і, як наслідок, борговий



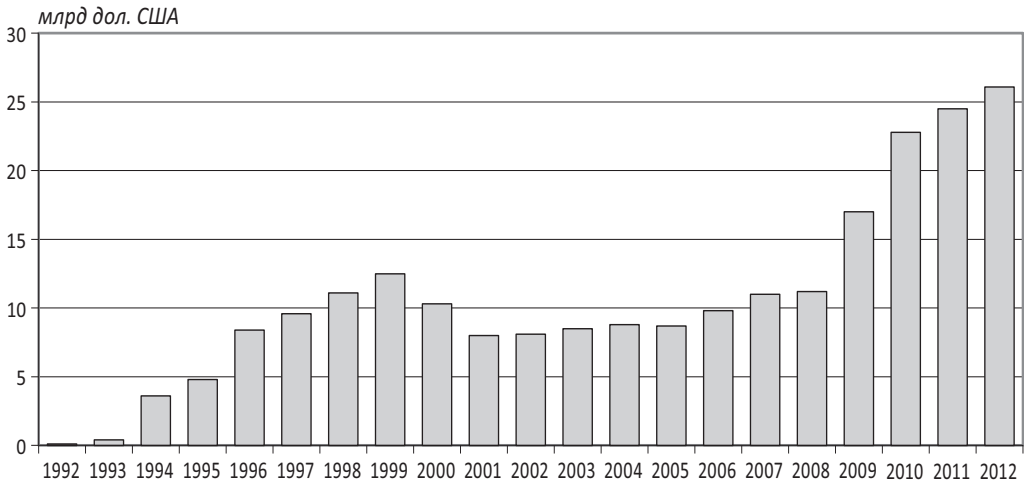


Рис. 3.7. Динаміка зовнішнього державного боргу України, млрд дол. США

Складено за даними Міністерства фінансів України.

тягар лягає на державні фінанси. А гарантовані зобов'язання як складова умовного боргу є потенційними фінансовими вимогами до центрального уряду і за певних обставин можуть істотно збільшити масштаби боргових виплат з державного бюджету.

Динаміка та структура зовнішнього державного боргу протягом 2008–2013 рр. відображена у табл. 3.6.

Таблиця 3.6

Динаміка обсягу зовнішнього боргу України за ознакою умовності, млн дол. США

Показник	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013
<b>Зовнішній борг, всього</b>	<b>18 538,0</b>	<b>24 593,6</b>	<b>34 759,6</b>	<b>37 803,4</b>	<b>38 765,4</b>	<b>37 568,0</b>
<b>Прямий зовнішній борг</b>	<b>11 171,8</b>	<b>17 022,7</b>	<b>22 835,9</b>	<b>24 507,1</b>	<b>26 137,7</b>	<b>27 931,8</b>
Заборгованість за позиками, наданими міжнародними фінансовими організаціями	3 189,1	8 486,4	10 432,3	10 556,6	10 020,9	7 744,7
Заборгованість за позиками, наданими органами управління іноземних держав	1 724,7	1 570,5	1 415,6	1 341,8	1 138,4	910,7

Закінчення табл. 3.6

Показник	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013
Заборгованість за позиками, наданими іноземними комерційними банками	0,01	0,01	2 000,1	2 000,1	0,01	0,1
Зовнішня заборгованість, не віднесена до інших категорій	6 257,9	6 965,6	8 987,9	10 608,6	14 978,3	19 276,4
<b>Гарантований зовнішній борг</b>	<b>7 366,2</b>	<b>9 623,6</b>	<b>11 923,6</b>	<b>12 967,5</b>	<b>12 545,6</b>	<b>9 636,2</b>
Заборгованість за позиками, наданими міжнародними фінансовими організаціями	5 020,3	6 441,1	7 740,6	7 701,6	5 089,4	2 030,0
Заборгованість за позиками, наданими закордонними органами управління	1,9	–	190,6	190,6	247,8	247,8
Заборгованість за позиками, наданими іноземними комерційними банками	1 686,4	650,6	1 001,2	1 580,5	3 232,7	3 454,9
Заборгованість, не віднесена до інших категорій	657,5	2 531,9	2 991,2	3 466,9	3 975,7	3 903,5

Складено за даними Міністерства фінансів України.

Дані табл. 3.6 наочно демонструють, що починаючи з 2008–2009 рр. мало місце значне зростання зовнішньої заборгованості за позиками, наданими МФО. Так, у 2012 р. в складі зовнішнього державного боргу основна сума припадала на заборгованість за позиками, наданими міжнародними організаціями економічного розвитку – 26 279,8 млн дол. США (на 7,2 % більше, ніж на кінець грудня 2011 р.), або 15,29 % загального обсягу державного зовнішнього боргу. Зокрема, перед МВФ обсяг боргу становив 6071,9 млн дол. США (9,2 %), перед МБРР – 3050,8 млн дол. США (4,62 %), перед ЄБРР – 552,9 млн дол. США (0,84 %).

Починаючи з 2008 р. частка заборгованості за позиками, наданими закордонними органами управління, постійно зростала і на кінець 2013 р. становила 1,71%. Динаміку зовнішнього боргу за типом кредитора відображено на рис. 3.8.

До заборгованості, що не віднесена до інших категорій, належать облігації зовнішньої державної позики України (ОЗДП), що випускаються з метою здійснення запозичень на міжнародних та іноземних фондових ринках. Станом на кінець 2013 р. заборгованість, не віднесена до інших

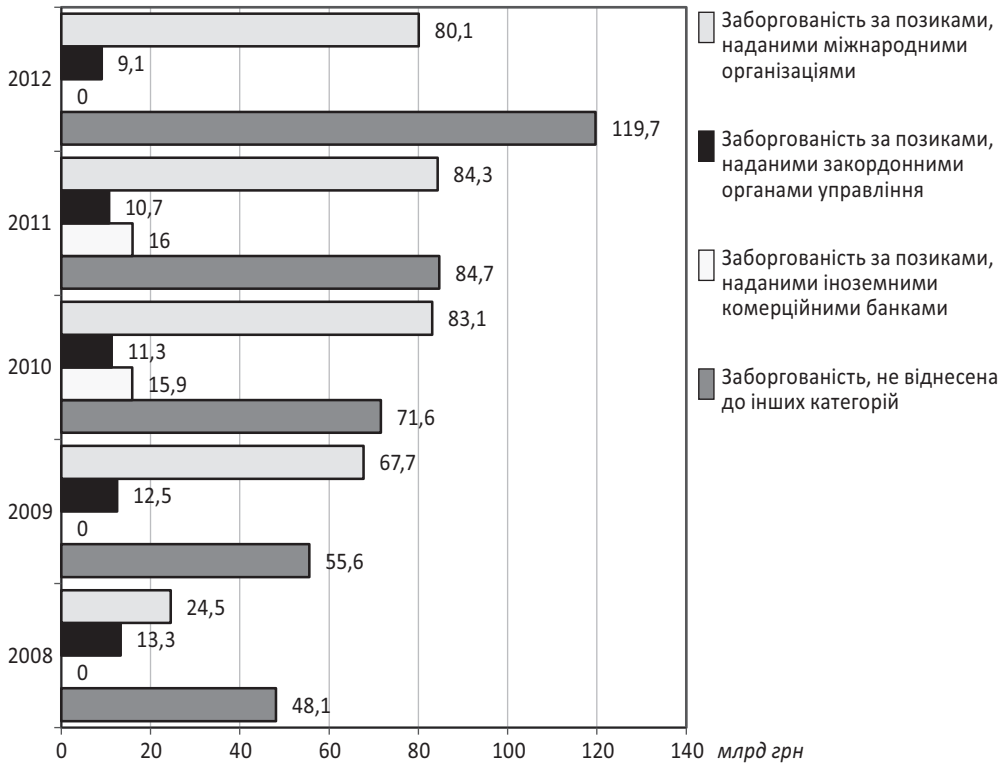


Рис. 3.8. Динаміка зовнішнього державного боргу України за типом кредитора

Джерело: Довідка щодо державного та гарантованого державою боргу у 2008–2012 рр. / Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://minfin.kmu.gov.ua/control/uk/publish>.

категорій, становила 19 276,4 млн дол. США (26,4 %), що свідчить про її щорічне зростання.

Проаналізувавши структуру та динаміку зовнішнього державного боргу України, зазначимо, що протягом 2008–2013 рр. у структурі зовнішнього боргу відбулися значні зміни. Зокрема, за досліджуваний період спостерігається зменшення питомої ваги позик, наданих міжнародними фінансовими організаціями та позик, наданих іноземними комерційними банками. Разом з тим відбувається зростання суми заборгованості за ОЗДП з 4,8 млрд дол. США в 2008 р. до 17,38 млрд дол. США в 2013 р.

Проблемним аспектом формування національного боргового портфеля є зростання у структурі зовнішнього боргу короткострокового зовнішнього боргу України, рівень якого на 01.01.2014 сягнув 37,6 млрд

дол. США, або 26,4 % від його загального обсягу, що на 6 млрд дол. США більше, ніж сума всіх золотовалютних резервів України, що вплинуло на вразливість країни до зовнішніх чинників.

Аналогічне перевищення короткострокового зовнішнього боргу над міжнародними резервами спостерігалось у 2004 р., а впродовж 2005–2010 рр. міжнародні резерви значно перевищували борг, що посилювало на міжнародній арені ефект надійності держави як платоспроможного позичальника.

Короткостроковий зовнішній борг України в 2012 р. становив 33,2 млрд дол. США, або 24,6 % від загального обсягу валового зовнішнього боргу України, що на 8 млрд дол. США більше обсягу золотовалютних резервів України. Такий стан справ свідчить про погіршення ситуації у сфері міжнародної ліквідності країни та підвищення боргових ризиків.

Приймаючи рішення про вибір валюти деномінації зовнішніх записів, уряду необхідно брати до уваги структуру експортної виручки та особливості валютно-курсової політики держави (рис. 3.9).

За даними рис. 3.9, основними валютами деномінації зовнішніх боргових зобов'язань України виступають долар США, євро та СПЗ.

Валютний ризик означає можливість змін у валютних курсах національної валюти щодо валюти деномінації зобов'язань, а також можливість змін у курсах третіх валют, якщо до управління державним боргом



Рис. 3.9. Валютна структура зовнішнього боргу (станом на 01.01.2013), %

Джерело: Зовнішній борг України // Платіжний баланс і зовнішній борг України станом на 01.01.2013. – С. 80–89.

залучаються деривативні інструменти. Валютні ризики притаманні тільки тим зобов'язанням, які деноміновані в іноземній валюті, зобов'язанням у національній валюті, але сума яких індексується відповідно до змін валютного курсу, а також зобов'язанням, при виникненні яких (розміщенні цінних паперів або укладанні кредитних угод) використовувався вбудований валютний опціон (currency option embedded). Валютний опціон означає право кредитора вимагати здійснення платежів позичальником у валюті іншій, ніж валюта позики.

Аналізуючи структуру зовнішнього боргу в розрізі ставок запозичень, зазначимо, що впродовж 2013 р. відбувалося збільшення частки державного та гарантованого боргу, сплата процентів за яким здійснювалась за фіксованою ставкою до 84 %.

Процентний ризик притаманний борговим зобов'язанням, які виникають внаслідок залучення кредитних коштів за плаваючою процентною ставкою (Libor, Euribor, Pibor, Sibor, Kibor та ін.). Цей вид ризику реалізується в дати фіксації процентної ставки, із застосуванням якої визначається сума, що має бути сплачена за користування кредитними коштами впродовж періоду. На кожний наступний відсотковий період плаваюча ставка знову фіксується на рівні, який вона має на початку чи в кінці цього процентного періоду. Як правило, процентні періоди становлять один квартал, півроку або один рік.

До ринкового ризику процентних ставок можна віднести також зміни у величині плаваючих ставок відносно фіксованих. Такий ризик існує у разі двох альтернатив вибору плаваючої чи фіксованої ставки. Він реалізується у разі вибору позичальником плаваючої ставки, яка на момент запозичення є меншою у порівнянні з фіксованою, однак яка з часом зростає, збільшуючи витрати на обслуговування порівняно з рівнем витрат, які існували б у разі вибору фіксованої ставки на початку.

Крім того, до процентних ризиків відносять ризик паралельного зсуву кривої дохідності і ризик її деформації. Крива дохідності – це крива, яка відображає співвідношення (залежність) між рівнем процентної ставки і терміном запозичень. Нормальний вигляд такої кривої має зростаючий (висхідний) характер, оскільки із збільшенням строку кредитування процентна ставка збільшується. Це пов'язано з тим, що довгострокові запозичення (інвестиції) вважаються ризиковішими порівняно з короткостроковими. У зв'язку з цим кредитори (інвестори) вимагатимуть більшу величину премії за ризик у структурі процентної

ставки. У разі розвитку негативних економічних процесів у країні можливим є паралельний зсув кривої дохідності вгору, що означає збільшення вартості запозичення та є наслідком несприятливих очікувань щодо спроможності уряду виконувати власні боргові зобов'язання (ризиковість інвестування у боргові цінні папери підвищується). Разом із тим очікування про неспроможність уряду виконувати боргові зобов'язання можуть стосуватися короткострокового періоду (підвищення ризиковості вкладень у короткострокові боргові цінні папери). У зв'язку з цим може скластися ситуація, коли ставки за короткостроковими позиками є рівними або навіть перевищують ставки за цінними паперами із довшим строком. Таким чином, крива дохідності деформується і матиме горизонтальний або спадний (низхідний) характер.

Для оцінки валютного ризику застосуємо показник зростання витрат на погашення державного боргу за девальвації національної валюти на одиницю:

$$\Delta C_D(r_i^f) = D_i^f \cdot \Delta r_i^f, \quad (3.1)$$

де  $\Delta C_D(r_i^f)$  – зростання видатків на погашення державного боргу у разі зростання валютного курсу  $i$ -ї валюти ( $r_i^f$ ) на одиницю, *гр. од.*;  $D_i^f$  – сума державного боргу в  $i$ -й іноземній валюті, *гр. од.*;  $\Delta r_i^f$  – зростання валютного курсу  $i$ -ї валюти на одиницю, *гр. од.*<sup>146</sup>

Числові значення цього показника відображені у табл. 3.7. Тобто при девальвації національної валюти на одиницю зростання видатків на погашення державного боргу складає 140 тис. грн.

Для оцінки процентного ризику використовують показник зростання витрат на обслуговування державного боргу при зростанні плаваючої процентної ставки на один процент річних:

$$\Delta C_D(r_i^{fi}) = D_i^{fi} \cdot 0,01, \quad (3.2)$$

де  $\Delta C_D(r_i^{fi})$  – зростання витрат на обслуговування державного боргу при зростанні  $i$ -ї плаваючої ставки ( $r_i^{fi}$ ) на один процент річних, *гр. од.*;  $D_i^{fi}$  – сума державного боргу, до якої застосовується  $i$ -та плаваюча процентна ставка ( $r_i^{fi}$ ), *гр. од.*

<sup>146</sup> Про затвердження Положення про управління ризиками, пов'язаними з державним боргом : наказ Міністерства фінансів України від 16.06.2010 № 461 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish>.

Таблиця 3.7

**Витрати на погашення державного боргу при девальвації національної валюти та зміні плаваючої процентної ставки**

<b>I. Видатки на погашення державного боргу при девальвації національної валюти на одиницю</b>			
Валюта погашення	Розрахункова формула	Зростання витрат на погашення боргу, <i>тис. грн</i>	
		(станом на 31.12.2010)	(станом на 31.12.2011)
Євро	$\Delta C_D(r_i^f) = D_i^f \cdot \Delta r_i^f$	10,76	14,49
Долар США		55,46	21,32
СПЗ		71,12	86,06
Японська єна		2,57	1,96
<b>Усього</b>		<b>140, 0</b>	<b>123,83</b>
<b>II. Видатки на обслуговування державного боргу при зміні плаваючої процентної ставки</b>			
Процентні ставки	Розрахункова формула	Ціна одного процента річних, <i>тис. грн</i>	
		(станом на 31.12.2010)	(станом на 31.12.2011)
LIBOR	$\Delta C_D(r_i^{fi}) = D_i^{fi} \cdot 0,01$	431,23	301,80
Ставка Казначейства США		6,06	4,56
Ставка МВФ		1 029,71	729,98
Ставка банків ФРН		2,72	1,05
<b>Усього</b>		<b>1 469,79</b>	<b>1 037,39</b>

Складено за даними Міністерства фінансів України.

Тобто зростання плаваючої процентної ставки на 1 % річних призведе до збільшення видатків на обслуговування боргових зобов'язань за плаваючими процентними ставками на 1469,79 тис. грн (табл. 3.7).

Однією з важливих функцій інституцій, відповідальних за управління державним боргом у країнах з ринками, що формуються, є управління ризиком рефінансування зовнішнього державного боргу. Адже, як відомо, втрата можливостей для рефінансування державного боргу в умовах дестабілізації фінансових ринків, може серйозно поглибити наслідки економічних і фінансових негараздів.

Таким чином, облігаціям зовнішньої позики України і кредитам МФО властиві значні терміни повернення коштів, а тому, на перший погляд, такі запозичення повинні мати невисокі ризики рефінансування боргу. Проте, з огляду на нестабільність кон'юнктури міжнародних фінансових ринків в окремі періоди, уряд може втрачати можливості для

рефінансування накопичених зобов'язань. З урахуванням, зазначених чинників не слід ігнорувати ризики рефінансування боргу для зовнішніх облігаційних позик України, проте варто зауважити, що ці ризики перебувають поза сферою впливу національних органів макроекономічного регулювання.

Величина ризиків рефінансування державного боргу визначається також розподілом боргових платежів у часовому вимірі. Платежі з погашення та обслуговування державного боргу України плануються і проводяться відповідно до встановленого графіку боргових виплат.

Незважаючи на всі сприятливі умови щодо зменшення рівня зовнішнього державного боргу, його значення з кожним роком зростає і тиск на державні фінанси лише посилюється.

Отже, значна частина зобов'язань в іноземній валюті у структурі державного боргу посилює залежність фінансового стану уряду від поведінки обмінного курсу, а виникнення зовнішніх чи внутрішніх шоків може спричинити незбалансованість валютних потоків і призвести до різкого знецінення національної валюти та суттєво посилити тягар боргових виплат на державний бюджет.

### **3.4. ОБЛІК ДЕРЖАВНОГО БОРГУ І БОРГОВИХ ОПЕРАЦІЙ В УКРАЇНІ**

За економічною сутністю державний борг визначає економічні відносини держави як позичальника з її кредиторами (резидентами і нерезидентами) щодо перерозподілу частки вартості валового внутрішнього продукту на умовах повернення, строковості та платності. Відповідно до Бюджетного кодексу України (БКУ) державний борг визначають як загальну суму заборгованості держави, яка складається з усіх випущених і непогашених боргових зобов'язань держави, включаючи боргові зобов'язання держави, що вступають у дію в результаті виданих гарантій за кредитами, або зобов'язань, що виникають на підставі законодавства або договору<sup>147</sup>.

На кінець 2013 р. дефіцит державного бюджету становив 64,7 млрд грн, і перевищив граничний розмір, визначений першою версією Закону про Державний бюджет України на 2013 рік. Дефіцит значно зріс порівняно з 2012 і 2011 роками, і став після показника 2010 р. одним із найвищих

<sup>147</sup> Бюджетний кодекс України від 08.07.2010 № 2456-VI [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua>.



значень за останні п'ять років. Збільшення дефіциту порівняно з попереднім роком відбулося насамперед через те, що вперше з 2007 р. на його фінансування спрямовано залишки коштів, тоді як у 2009–2011 рр. відбувалось накопичення або збереження залишків.

У результаті зростання дефіциту збільшилася його частка у ВВП з 1,8 % у 2011 р. до 4,4 % у 2013 р. Однак ця частка все ще значно нижча, ніж була у 2010 р., коли вона становила 5,9 %.

Система управління державним боргом визначає ефективність фінансової політики держави та вміння держави виконати покладені на неї економічні функції.

Управління державним боргом охоплює комплекс заходів, пов'язаних із випуском і погашенням державних боргових зобов'язань, визначенням умов випуску державних цінних паперів, підтриманням їхнього ринкового курсу, визначенням розміру доходу та його виплатою, встановленням ліміту державного боргу тощо. Основними завданнями такого управління є мінімізація витрат з обслуговування боргу, забезпечення оптимальної структури боргу у плані збільшення питомої ваги довгострокових та зменшення питомої ваги короткострокових позик та забезпечення ефективного використання запозичених фінансових ресурсів.

Бухгалтерський облік відображає виконання бюджету через облік: активів і зобов'язань бюджету, доходів, видатків, розрахунків та результату у процесі виконання державного бюджету, а також планових показників бюджетів та інших об'єктів бухгалтерського обліку, що дають можливість створити інформаційне забезпечення прийняття управлінських рішень. Відповідно до вимог Бюджетного кодексу України бухгалтерський облік усіх операцій щодо виконання Державного бюджету України здійснюють органи Державної казначейської служби України (ДКСУ) у порядку, встановленому Мінфіном. Цей облік має відображати всі активи та зобов'язання держави (ч. 2 ст. 56 БКУ).

Для забезпечення потреб ведення бухгалтерського обліку операцій з виконання державного і місцевих бюджетів та складання звітності; вимог Національного банку України до бухгалтерської моделі учасників Системи електронних платежів Національного банку України (у частині структури рахунків); функціонування Внутрішньої платіжної системи Державного казначейства; запровадження автоматизованої (комп'ютерної) форми ведення бухгалтерського обліку та обслуговування інших клієнтів органів казначейства було розроблено План рахунків бухгал-

Таблиця 3.8

## Динаміка показників фінансування державного бюджету

Показник	2008	2009	2010	2011	2012		
					Річний план	Факт	
<b>Загальне фінансування, млрд грн,</b> у тому числі:	12,5	35,5	64,3	23,6	43,0	53,5	124,5
загальний фонд	9,7	16,1	30,7	20,9	34,9	53,3	152,7
спеціальний фонд	2,8	3,8	33,6	2,6	8,1	0,2	2,5
<b>Фінансування за борговими операціями, млрд грн</b>	27,3	89,7	97,6	35,0	44,3	41,7	94,2
<b>Запозичення, млрд грн,</b> у тому числі:	33,3	121,0	124,3	80,7	113,2	109,8	97,0
внутрішні запозичення	27,1	62,8	70,0	53,4	69,3	66,8	96,4
частка, %	81,4	51,9	56,4	66,2	61,2	60,8	99,4
зовнішні запозичення	6,2	58,2	54,2	27,3	43,9	43,0	97,9
частка, %	18,6	48,1	43,6	33,8	38,8	39,2	101,0
<b>Погашення, млрд грн,</b> у тому числі:	-6,0	-31,3	-26,7	-45,6	-68,9	-68,1	103,3
внутрішні зобов'язання	-3,7	-17,9	-19,7	-32,1	-38,0	-38,0	100,0
частка, %	61,7	57,2	73,8	70,3	55,1	55,8	101,1
зовнішні зобов'язання	-2,3	-13,4	-7,0	-13,5	-30,9	-30,1	97,4
частка, %	38,3	42,8	26,2	29,7	44,9	44,2	98,6
<b>Надходження від приватизації державного майна, млрд грн</b>	0,5	0,8	1,1	11,5	7,0	6,8	97,1
<b>Фінансування за активними операціями, млрд грн</b>	-15,3	-54,9	-34,4	-23,0	-8,3	5,0	-60,2

терського обліку виконання державного та місцевих бюджетів<sup>148</sup> План рахунків складається із 9 класів рахунків, серед яких:

- 1) **активи (клас 1)** – включає активи бюджетів, зокрема: кошти бюджетів в НБУ; кошти бюджетів в інших банках; розміщені депозити; цінні папери; надані бюджетні кредити та позички; інші активи; субрахунки єдиного казначейського рахунку;
- 2) **зобов'язання (клас 2)** – визначає зобов'язання, які виникають у процесі виконання бюджетів, зокрема: цінні папери, випущені в обіг; кредити отримані; депозити отримані; інші зобов'язання;
- 3) **результат виконання бюджету (клас 5)** – визначає результати виконання загального й спеціального фондів бюджетів та контррахунок за результатом виконання бюджету;
- 4) **позабалансовий облік (клас 9)** – відображаються позабалансові статті, а саме: пропозиції та інші планові показники; кошторисні призначення; асигнування; планові показники за доходами бюджету; зобов'язання розпорядників бюджетних коштів; розрахункові документи, не оплачені в строк; нараховані доходи, резерви й витрати; планові показники фінансування бюджетів; зобов'язання й вимоги за кредитуванням, всіма видами гарантій та цінними паперами; контррахунки до рахунків 90–98 розділів.

Методологія та організація ведення бухгалтерського обліку й звітності з виконання бюджетів у органах Державної казначейської служби України, визначені Положенням про організацію бухгалтерського обліку № 119<sup>149</sup>.

Бухгалтерський облік в органах ДКСУ – це складова системи обліку, що включає сукупність правил, методик та процедур обліку для виявлення, вимірювання, реєстрації, накопичення, узагальнення, зберігання та обміну інформацією про операції в органах ДКСУ та передачі її зовнішнім користувачам, а також внутрішнім користувачам для прийняття управлінських рішень. На основі даних бухгалтерського обліку складається фінансова та бюджетна звітність про виконання бюджетів.

Бухгалтерський облік виконання бюджетів є основою інформаційної системи органів ДКСУ, за допомогою якого здійснені операції відображаються за відповідними рахунками в автоматизованому режимі. Бух-

<sup>148</sup> План рахунків бухгалтерського обліку виконання державного та місцевих бюджетів : затв. наказом Державного казначейства України від 28.11.2000 № 119.

<sup>149</sup> Положення про організацію бухгалтерського обліку і звітності виконання державного та місцевих бюджетів в органах Державного казначейства України : затв. наказом Державного казначейства України від 28.11.2000 № 119.

галтерський облік операцій з виконання державного бюджету здійснюється за допомогою методу подвійного запису з постійним збереженням балансової рівноваги.

Органи Казначейства реєструють в автоматизованій системі всі операції про виконання державного бюджету та відображають їх на рахунках бухгалтерського, управлінського та позабалансового обліку Плану рахунків.

При виконанні бюджетів застосовуються такі реєстри бухгалтерського обліку: щоденний оборотно-сальдовий баланс (ф. 1-1); оборотно-сальдова відомість за аналітичними рахунками (ф. 7-1), сальдова відомість за аналітичними рахунками (ф. 7-2), особові картки за аналітичними рахунками для виконання бюджетів (ф. 7-3, 7-4). Всі реєстри ведуться в режимі реального часу.

Операції, пов'язані із державним боргом, та активні операції відображаються у бухгалтерському обліку виконання державного бюджету на рівні центрального апарату Казначейства.

Центральний апарат Казначейства обліковує:

- операції з випуску та розміщення внутрішніх державних цінних паперів (облігації внутрішньої державної позики – далі ОВДП та казначейські векселі);
- операції за кредитами, отриманими від НБУ на покриття дефіциту державного бюджету;
- операції зовнішньої державної позики (облігації; кредити та позики, отримані від іноземних кредиторів).

Облік державного боргу здійснюється ДКСУ відповідно до Порядку відображення у бухгалтерському обліку операцій за борговими зобов'язаннями Державного бюджету<sup>150</sup>.

*Стосовно операцій з обліку внутрішніх державних цінних паперів.* Операції з емісії цінних паперів відображаються Казначейством у бухгалтерському обліку виконання державного бюджету із використанням відповідних рахунків 1, 2, 3, 4, 8, та 9 класу Плану рахунків. Бухгалтерські проведення за операціями наведені в табл. 3.9.

На суму премій, отриманих від розміщення цінних паперів, одночасно відновлюються касові видатки державного бюджету, збільшуються кошторисні призначення, тобто змінюються відповідні рахунки 7, 8, та 9 класів рахунків.

<sup>150</sup> Порядок відображення в бухгалтерському обліку операцій з виконання державного бюджету : затв. наказом Державного казначейства України від 11.08.2008 № 327.

Таблиця 3.9

**Типова кореспонденція рахунків за операціями з внутрішніми  
державними цінними паперами**

№ операції	Зміст операції	Дебет	Кредит	Назва рахунку		
1	Проведено емісію цінних паперів (ОВДП)	9831	9911	Емітовані короткострокові облігації державного бюджету.		
		9832		Емітовані середньострокові облігації державного бюджету.		
		9833		Емітовані довгострокові облігації державного бюджету.		
		9911		Контррахунок для активних рахунків позабалансового обліку		
2	Розміщено облігації державного бюджету для реалізації	8711	8911	Розміщені короткострокові облігації державного бюджету.		
		8712		Розміщені середньострокові облігації державного бюджету.		
		8713		Розміщені довгострокові облігації державного бюджету.		
		8911		Контррахунок для активних рахунків управлінського обліку		
	одночасно:	9911	Контррахунок для активних рахунків позабалансового обліку.			
3	Надійшли до державного бюджету кошти від розміщення облігацій та/або інших цінних паперів (на суму надходжень)	1111	3211	Єдиний казначейський рахунок.		
				Кошти, залучені до загального фонду державного бюджету від розміщення цінних паперів та направлені на їх погашення		
				8921	8721	Контррахунок для пасивних рахунків управлінського обліку.
				Кошти, отримані до загального фонду державного бюджету від розміщення цінних паперів		

№ операції	Зміст операції	Дебет	Кредит	Назва рахунку
	одночасно, на підставі інформації про розміщення цінних паперів (за номінальною вартістю):	8911	8711 8712 8713	Контррахунок для активних рахунків управлінського обліку. Розміщені короткострокові облігації державного бюджету. Розміщені середньострокові облігації державного бюджету Розміщені довгострокові облігації державного бюджету
	та одночасно, на підставі інформації про розміщення цінних паперів (за номінальною вартістю):	4311	2171 2172 2173	Розрахунки за цінними паперами загального фонду державного бюджету. Короткострокові облігації зовнішньої державної позики. Середньострокові облігації зовнішньої державної позики. Довгострокові облігації зовнішньої державної позики
	одночасно (за кодом залучення):	9711	9921	Поточний розпис фінансування загального фонду державного бюджету за типом боргового зобов'язання. Контррахунок для пасивних рахунків позабалансового обліку
	одночасно (по коду залучення):	9721	9921	Поточний помісячний розпис фінансування загального фонду державного бюджету за типом боргового зобов'язання. Контррахунок для пасивних рахунків позабалансового обліку
4	Проведено у регламентованому режимі акумулювання коштів, залучених до загального фонду державного бюджету	3211	3112	Кошти, залучені до загального фонду державного бюджету від розміщення цінних паперів та направлені на їх погашення. Загальний фонд державного бюджету
5	На суму нарахованих процентів (доходу) за цінними паперами держави	9813	9911	Нараховані доходи за цінними паперами держави. Контррахунок для активних рахунків позабалансового обліку

Складено за: Порядок відображення в бухгалтерському обліку операцій з виконання державного бюджету : затв. наказом Державного казначейства України від 11.08.2008 № 327.

Погашення нарахованих процентів (доходу) за цінними паперами держави здійснюється за рахунок відповідних асигнувань на проведення видатків із обслуговування боргу. На суму проведених касових видатків зменшується сума нарахованого доходу за цінними паперами, що обліковується на рахунках 9 класу рахунків.

Операції з погашення та придбання цінних паперів здійснюються відповідно до розпису фінансування та відображаються у бухгалтерському обліку виконання державного бюджету за проведеннями, наведеними у табл. 3.10.

Таблиця 3.10

**Типова кореспонденція рахунків за операціями з погашення та придбання цінних паперів**

№ операції	Зміст операції	Дебет	Кредит	Назва рахунку
1	На суму погашених цінних паперів (на суму залучення)	3211	1111	Кошти, залучені до загального фонду державного бюджету від розміщення цінних паперів та спрямовані на їх погашення. Єдиний казначейський рахунок
	одночасно (за номінальною вартістю): зменшуються відповідні рахунки 2, 4 класу рахунків та збільшуються кошти, направлені на погашення цінних паперів (8 клас), а також зменшуються планові показники за розписом фінансування (9 клас)			
2	Перераховано кошти державного бюджету на придбання цінних паперів	3211	1111	Кошти, залучені до загального фонду державного бюджету від розміщення цінних паперів та направлені на їх погашення. Єдиний казначейський рахунок
	одночасно:	1411	4311	Цінні папери в активі державного бюджету. Розрахунки за цінними паперами загального фонду державного бюджету

Закінчення табл. 3.10

№ операції	Зміст операції	Дебет	Кредит	Назва рахунку
	одночасно:	8731	8911	Кошти, направлені на погашення цінних паперів та боргових зобов'язань держави. Контррахунок для активних рахунків управлінського обліку
	одночасно (за кодом придбання):	9711	9921	Поточний розпис фінансування загального фонду державного бюджету за типом боргового зобов'язання. Контррахунок для пасивних рахунків позабалансового обліку
	одночасно (за кодом придбання):	9721	9921	Поточний помісячний розпис фінансування загального фонду державного бюджету за типом боргового зобов'язання. Контррахунок для пасивних рахунків позабалансового обліку

Складено за: Порядок відображення в бухгалтерському обліку операцій з виконання державного бюджету : затв. наказом Державного казначейства України від 11.08.2008 № 327.

Операції із формування та/або збільшення статутних капіталів банків шляхом придбання або обміну цінних паперів (акцій) на державні облигації України у бухгалтерському обліку виконання державного бюджету відображаються за проведеннями, аналогічними із придбанням активів.

Операції з обліку облигацій зовнішньої державної позики (емісії цінних паперів) відображаються казначейством у бухгалтерському обліку виконання державного бюджету на відповідних рахунках 1, 2, 3, 4, 8, та 9 класу Плану рахунків.

Обслуговування зовнішнього державного боргу (цінних паперів, кредитів, позик та сум дисконту) здійснюється з відповідних рахунків у порядку, встановленому для здійснення видатків державного бюджету за рахунок асигнувань бюджету на обслуговування боргу.

На суму курсової різниці за цінними паперами, що погашаються, відповідно збільшуються зобов'язання (за збільшення курсу валюти) та зменшується результат виконання державного бюджету, а за зменшення курсу валюти навпаки.



Казначейство відображає також у бухгалтерському обліку виконання державного бюджету операції з одержаних позик на фінансування бюджету, їх обслуговування та погашення. Такі операції проводяться відповідно до розпису державного бюджету за загальним фондом. У бухгалтерському обліку складаються проведення, наведені у табл. 3.11.

Акумуляування залучених коштів до загального фонду державного бюджету здійснюється у порядку, аналогічному при їх внутрішньому залученні.

На рахунку 9814 «Нараховані суми за обслуговування кредитів» ведеться облік нарахованих сум за обслуговування позик, одержаних на фінансування бюджету

Погашення боргу та його обслуговування здійснюється відповідно до розписів боргу та видатків державного бюджету. На звітну дату і на дату погашення боргу в іноземній валюті здійснюється переоцінка боргових зобов'язань держави за курсом НБУ. Відповідно курсові різниці змінюють результат виконання державного бюджету.

Таким чином, бухгалтерський облік операцій із боргом державного бюджету ведеться на досить деталізованому рівні, що дає можливість створити інформаційну базу для складання ДКСУ фінансової та бюджетної звітності про виконання державного бюджету з урахуванням операцій з боргу за формами, встановленими законодавством.

Наразі система бухгалтерського обліку з виконання державного бюджету перебуває на стадії реформування відповідно до кращої світової практики та міжнародних стандартів для державного сектора IPSAS.

Питанню реформування бухгалтерського обліку в державному секторі присвячена Стратегія модернізації системи бухгалтерського обліку в державному секторі на 2007–2015 рр. (далі – Стратегія)<sup>151</sup>. Основні завдання реформи системи бухгалтерського обліку в державному секторі знайшли своє відображення також у програмних документах уряду.

Мета, завдання та заходи, які передбачається здійснити в рамках зазначеної реформи, визначені Стратегією. Процес модернізації бухгалтерського обліку державного сектору України відповідно до Стратегії розрахований на період до 2015 року. Метою реформи є вдосконалення системи бухгалтерського обліку та фінансової звітності в державному секторі з урахуванням вимог міжнародних стандартів (IPSAS) (рис. 3.10).

<sup>151</sup> Про затвердження Стратегії модернізації системи бухгалтерського обліку в державному секторі на 2007–2015 роки : постанова Кабінету Міністрів України від 16.01.2007 № 34.

Таблиця 3.11

**Типова кореспонденція рахунків за операціями з обліку позик  
в іноземній валюті**

№ операції	Зміст операції	Дебет	Кредит	Назва рахунку
1	На суму позик, одержаних на фінансування бюджету в іноземній валюті	1122 1222	4611	Інші рахунки Державного казначейства в НБУ. Інші рахунки Державного казначейства в установах банків. Позиція Державної казначейської служби України щодо іноземної валюти державного бюджету
	одночасно:	4612	3222	(контррахунок) Еквівалент позиції Державної казначейської служби України щодо іноземної валюти державного бюджету. Рахунок для зарахування до загального фонду державного бюджету інших кредитів та коштів, що направлені на їх погашення
	одночасно:	4421	2221	Розрахунки за операціями з кредитами загального фонду державного бюджету. Кредити, не віднесені до інших категорій
	одночасно:	8921	8727	Контррахунок для пасивних рахунків управлінського обліку. Кошти, отримані до загального фонду державного бюджету від інших залучених кредитів
	(за кодом залучення) зменшуються відповідні рахунки 9 класу Плану рахунків, призначені для обліку планових показників за розписом і помісячним розписом фінансування державного бюджету			

Складено за: Порядок відображення в бухгалтерському обліку операцій з виконання державного бюджету : затв. наказом Державного казначейства України від 11.08.2008 № 327.

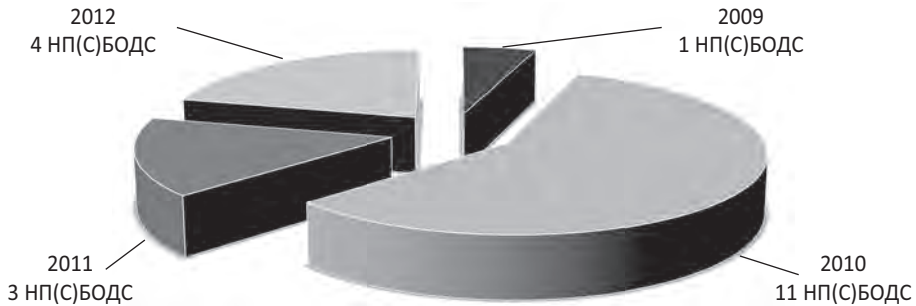


Рис. 3.10. Органіграма затвердження стандартів

Складено автором.

Для досягнення поставленої мети насамперед передбачалося:

- розробити і запровадити національні стандарти бухгалтерського обліку в державному секторі з урахуванням вимог міжнародних стандартів (IPSAS);
- створити єдиний план рахунків бухгалтерського обліку в державному секторі, гармонізований з бюджетною класифікацією, яка відповідає статистиці державних фінансів 2001 р. (GFS 2001);
- удосконалити методи складення та консолідації звітності з використанням сучасних інформаційних систем.

Сьогодні можна з упевненістю констатувати, що в цьому напрямі вже чимало зроблено. У липні 2010 року затверджено Бюджетний кодекс України у новій редакції, в якому знайшли своє відображення основні моменти реформи, а саме:

- 1) згідно зі ст. 43 та 56 Бюджетного кодексу України, ведення бухгалтерського обліку і складання звітності з виконання бюджетів здійснюватиметься відповідно до національних положень (стандартів) бухгалтерського обліку;
- 2) звітність про виконання Державного бюджету України включає фінансову та бюджетну звітність.

При реформуванні бухгалтерського обліку в державному секторі за основу прийнято IPSAS. Відповідно до Плану-графіка затвердження положень (стандартів) бухгалтерського обліку та фінансової звітності (далі – НП(С)БОДС) у державному секторі, затвердженого наказом Міністерства фінансів України, протягом 2009–2012 рр. розроблено та Міністерством фінансів затверджено 19 національних положень (стандартів) бухгалтерського обліку в державному секторі, гармонізованих із міжнародними стандартами.

Питання фінансової звітності регулюють 4 НП(С)БОДС (101 «Подання фінансової звітності»; 102 «Консолідована фінансова звітність»; 103 «Фінансова звітність за сегментами»; 105 «Фінансова звітність в умовах гіперінфляції»).

Питання бухгалтерського обліку регулюють 15 НП(С)БОДС (121 «Основні засоби», 122 «Нематеріальні активи», 123 «Запаси», 124 «Доходи», 125 «Зміни облікових оцінок та виправлення помилок», 126 «Оренда», 127 «Зменшення корисності активів», 128 «Забезпечення, непередбачені зобов'язання та непередбачені активи», 129 «Інвестиційна нерухомість», 130 «Вплив змін валютних курсів», 131 «Будівельні контракти», 132 «Виплати працівникам», 133 «Фінансові інвестиції», 134 «Фінансові інструменти», 135 «Витрати») (табл. 3.12).

Запровадження НП(С)БОДС очікується з 2015 року. Органи Казначейства застосовуватимуть їх при відображенні у бухгалтерському обліку операцій з виконання державного бюджету та складанні фінансової звітності.

Таблиця 3.12

### Перелік НП(С)БОДС, які запроваджуються в Україні з 01.01.2015

№ з/п	Номер та найменування НП(С)БОДС	Норми, що регулює НП(С)БОДС	Розпорядчий документ, яким затверджено НП(С)БОДС
1	101 «Подання фінансової звітності»	Визначає склад, форми, принципи підготовки та подання фінансової звітності в державному секторі, загальні вимоги до визнання і розкриття її елементів	Наказ Міністерства фінансів України від 28.12.2009 № 1541
2	102 «Консолідована фінансова звітність»	Визначає порядок складання консолідованої фінансової звітності та загальні вимоги до розкриття інформації щодо складання консолідованої фінансової звітності	Наказ Міністерства фінансів України від 24.12.2010 № 1629
3	103 «Фінансова звітність за сегментами»	Визначає принципи та методологічні засади формування інформації про доходи, витрати, фінансові результати, активи й зобов'язання звітних сегментів та її розкриття у фінансовій звітності	Наказ Міністерства фінансів України від 24.12.2010 № 1629

Продовження табл. 3.12

№ з/п	Номер та найменування НП(С)БОДС	Норми, що регулює НП(С)БОДС	Розпорядчий документ, яким затверджено НП(С)БОДС
4	105 «Фінансова звітність в умовах гіперінфляції»	Визначає порядок коригування фінансової звітності та консолідованої фінансової звітності в умовах гіперінфляції і загальні вимоги до розкриття інформації про коригування у примітках до фінансової звітності	Наказ Міністерства фінансів України від 25.01.2012 № 52
5	121 «Основні засоби»	Визначає методологічні засади формування в бухгалтерському обліку та розкриття у фінансовій звітності інформації про основні засоби, інші необоротні матеріальні активи та незавершені капітальні інвестиції в необоротні матеріальні активи	Наказ Міністерства фінансів України від 12.10.2010 № 1202
6	122 «Нематеріальні активи»	Визначає формування в бухгалтерському обліку інформації про нематеріальні активи і незавершені капітальні інвестиції в нематеріальні активи	Наказ Міністерства фінансів України від 12.10.2010 № 1202
7	123 «Запаси»	Визначає методологічні засади формування в бухгалтерському обліку інформації про запаси і розкриття відповідної інформації у фінансовій звітності	Наказ Міністерства фінансів України від 12.10.2010 № 1202
8	124 «Доходи»	Визначає методологічні засади формування в бухгалтерському обліку інформації про доходи від обмінних та необмінних операцій	Наказ Міністерства фінансів України від 24.12.2010 № 1629
9	125 «Зміни облікових оцінок та виправлення помилок»	Визначає порядок розкриття у фінансовій звітності інформації щодо змін в облікових оцінках, змін в обліковій політиці та виправлення суттєвих помилок	Наказ Міністерства фінансів України від 24.12.2010 № 1629
10	126 «Оренда»	Визначає методологічні засади формування в бухгалтерському обліку інформації про орендні операції та її розкриття у фінансовій звітності орендарів та орендодавців	Наказ Міністерства фінансів України від 24.12.2010 № 1629

Продовження табл. 3.12

№ з/п	Номер та найменування НП(С)БОДС	Норми, що регулює НП(С)БОДС	Розпорядчий документ, яким затверджено НП(С)БОДС
11	127 «Зменшення корисності активів»	Визначає методологічні засади формування в бухгалтерському обліку інформації про зменшення корисності активів і її розкриття у фінансовій звітності	Наказ Міністерства фінансів України від 24.12.2010 № 1629
12	128 «Забезпечення, непередбачені зобов'язання та непередбачені активи»	Визначає методологічні засади формування в бухгалтерському обліку інформації про зобов'язання, забезпечення, непередбачені зобов'язання, непередбачені активи та її розкриття у фінансовій звітності	Наказ Міністерства фінансів України від 24.12.2010 № 1629
13	129 «Інвестиційна нерухомість»	Визначає методологічні засади формування в бухгалтерському обліку інформації про інвестиційну нерухомість та її розкриття у фінансовій звітності	Наказ Міністерства фінансів України від 24.12.2010 № 1629
14	130 «Вплив змін валютних курсів»	Визначає методологічні засади формування в бухгалтерському обліку інформації про операції в іноземних валютах та відображення показників статей фінансової звітності закордонних суб'єктів державного сектору в грошовій одиниці України	Наказ Міністерства фінансів України від 11.08.2011 № 1022
15	131 «Будівельні контракти»	Визначає методологічні засади формування підрядниками в бухгалтерському обліку інформації про доходи та витрати, пов'язані з виконанням будівельних контрактів, та її розкриття у фінансовій звітності	Наказ Міністерства фінансів України від 29.12.2011 № 1798
16	132 «Виплати працівникам»	Визначає методологічні засади формування в бухгалтерському обліку інформації про виплати (у грошовій і негрошовій формах) за роботи, виконані працівниками, та її розкриття у фінансовій звітності	Наказ Міністерства фінансів України від 29.12.2011 № 1798

Закінчення табл. 3.12

№ з/п	Номер та найменування НП(С)БОДС	Норми, що регулює НП(С)БОДС	Розпорядчий документ, яким затверджено НП(С)БОДС
17	133 «Фінансові інвестиції»	Визначає методологічні засади формування в бухгалтерському обліку інформації про фінансові інвестиції, операції зі спільної діяльності та її розкриття у фінансовій звітності	Наказ Міністерства фінансів України від 18.05.2012 № 568
18	134 «Фінансові інструменти»	Визначає методологічні засади формування в бухгалтерському обліку інформації про фінансові інструменти та її розкриття у фінансовій звітності	Наказ Міністерства фінансів України від 18.05.2012 № 568
19	135 «Витрати»	Визначає методологічні засади формування в бухгалтерському обліку інформації про витрати та її розкриття у фінансовій звітності	Наказ Міністерства фінансів України від 18.05.2012 № 568

Складено за даними Міністерства фінансів України.

Для запровадження НП(С)БОДС та на виконання заходів Стратегії розроблено проект плану рахунків, гармонізованого з новою бюджетною класифікацією. До 6 класу рахунків «Зобов'язання» пропонується включити рахунки для обліку довгострокових та поточних зобов'язань за довгостроковими зобов'язаннями державного бюджету, наведені в табл. 3.13.

Зарубіжний досвід запровадження стандартів свідчить про складність цього процесу та необхідність великої підготовчої роботи з боку всіх учасників реформи. Найбільшу увагу слід приділити питанням: підготовки методичних рекомендацій щодо запровадження НП(С)БОДС, модернізації інформаційних і комунікаційних систем, які забезпечують автоматизовану обробку операцій та складання звітності; підготовки та перепідготовки фахівців казначейства.

Підсумовуючи зазначене, можна зробити висновок, що ведення бухгалтерського обліку та складання фінансової звітності про виконання державного бюджету за новими підходами дасть змогу удосконалити систему управління державними фінансами, в тому числі й складову управління державним боргом, та забезпечити транспарентність даних фінансової звітності і можливість зіставлення інформації, що в ній міститься, з аналогічними даними інших країн.

Таблиця 3.13

**Перелік балансових рахунків плану рахунків бухгалтерського обліку державного сектору, призначених для обліку боргових зобов'язань державного бюджету**

Група рахунків	Номер рахунку	Найменування балансового рахунку
603 Довгострокові зобов'язання державного бюджету	6031	Внутрішні зобов'язання за довгостроковими цінними паперами державного бюджету
	6032	Зовнішні зобов'язання за довгостроковими цінними паперами державного бюджету
	6033	Довгострокові внутрішні кредити, залучені до державного бюджету
	6034	Довгострокові зовнішні кредити, залучені до державного бюджету
	6035	Інші довгострокові внутрішні зобов'язання державного бюджету
	6036	Інші довгострокові зовнішні зобов'язання державного бюджету
613 Поточна заборгованість державного бюджету за довгостроковими зобов'язаннями, за кредитами та позиками	6130	Поточна заборгованість за внутрішніми зобов'язаннями за довгостроковими цінними паперами державного бюджету
	6131	Поточна заборгованість за зовнішніми зобов'язаннями за довгостроковими цінними паперами державного бюджету
	6132	Поточна заборгованість за довгостроковими внутрішніми кредитами, залученими до державного бюджету
	6133	Поточна заборгованість за довгостроковими зовнішніми кредитами, залученими до державного бюджету
	6134	Поточна заборгованість за іншими довгостроковими внутрішніми зобов'язаннями державного бюджету
	6135	Поточна заборгованість за іншими довгостроковими зовнішніми зобов'язаннями державного бюджету



Закінчення табл. 3.13

Група рахунків	Номер рахунку	Найменування балансового рахунку
	6136	Короткострокові внутрішні кредити, залучені до державного бюджету
	6137	Короткострокові зовнішні кредити, залучені до державного бюджету
	6138	Інші поточні внутрішні зобов'язання за позиками державного бюджету

Складено автором.

### 3.5. ДЕРЖАВНІ ГАРАНТІЇ ПІДПРИЄМСТВАМ: ТЕНДЕНЦІЇ, ПРАКТИКА НАДАННЯ І ПОТЕНЦІЙНІ РИЗИКИ ДЛЯ ДЕРЖАВНИХ ФІНАНСІВ

Надання державних гарантій є інструментом державної фінансової політики селективного (вертикального) типу належить до прямих каналів впливу на фінанси підприємств<sup>152</sup> і передбачає встановлення прямих фінансових відносин між підприємством-позичальником, банківською установою та органом державної влади. Така форма фінансової підтримки підприємств застосовується з метою розширення доступу до боргового фінансування у разі, якщо підприємства не можуть отримати кредити на ринкових умовах.

Діяльність з надання державних гарантій за своїм характером є різновидом кредитної діяльності і генерує ризики для державних фінансів, пов'язані із неповерненням кредитів підприємствами – отримувачами гарантій. У кількісному вимірі потенційні загрози для державних фінансів у зв'язку з цим залежатимуть від двох факторів: 1) абсолютного обсягу наданих підприємствам державних гарантій за кредитами, які не погашені на звітну дату; 2) вірогідності дефолту підприємств, яким надані державні гарантії. Коректним виміром поточного ризику для державних фінансів, пов'язаного із зобов'язаннями по гарантіях, є теперішня вартість очікуваних витрат державного бюджету, пов'язаних їх погашенням кредитів у разі дефолту позичальника. У випадку низької вірогідності дефолту потенційні ризики для державних фінансів у зв'язку із

<sup>152</sup> Державна політика стабілізації фінансів підприємств : монографія / А. І. Даниленко, В. В. Зимовець, О. М. Кошик та ін. ; за ред. А. І. Даниленка ; НАН України ; Ін-т екон. та прогнозів. – К., 2011. – С. 44–45.

наданням гарантій підприємствам є мінімальними. Гарантії першокласним банкам, які надавались в обсягах 10–20 % ВВП під час фінансової кризи 2008–2009 рр. у розвинутих країнах, не призвели до зростання ризиків державним фінансам, оскільки отримані кредити були погашені своєчасно.

Тому для запобігання ризикам ключовими питаннями державної політики є: 1) законодавче закріплення обмежень щодо кількісних обсягів державних гарантій та 2) запровадження прозорих процедур відбору підприємств, яким надаються гарантії для відкриття доступу до заборон, з урахуванням потенційних ризиків надання таких гарантій для стабільності державних фінансів. Залежно від цілей державної політики та фінансового стану підприємств, які є потенційними реципієнтами кредитів під державні гарантії, ризики неповернення таких кредитів і, відповідно, потенційні витрати бюджету на їх погашення можуть бути різними. Чим гірший фінансовий стан підприємств і чим більші обсяги кредитів надаються ним під державні гарантії, тим вищими є потенційні ризики для державних фінансів.

Аналіз практики надання державних гарантій підприємствам у зарубіжних країнах дав можливість виокремити чотири основні проблеми, які розв'язує держава шляхом застосування інструменту державних гарантій. Залежно від цілей, які має на меті держава, надаючи гарантії підприємствам реального сектору, а також прозорості процедур, пов'язаних із отриманням таких гарантій, змінюється вірогідність свідомого помилкового вибору реципієнтів гарантій (надання таких гарантій потенційним технічним банкрутам з метою привласнення державних коштів). Крім наявного у країн інституційного каркасу державної політики з надання гарантій підприємствам, потенційні ризики для державних фінансів залежатимуть від об'єктивних чинників – фінансового стану підприємств-отримувачів, сфери їхньої діяльності, тривалості функціонування у певному виді економічної діяльності, макроекономічного середовища у країні.

Держава може надавати гарантії підприємствам з метою адресного перерозподілу позичкового капіталу з метою:

- 1) фінансової підтримки діючих підприємств, які зазнали фінансових труднощів, але мають велике значення для збереження соціальної та економічної стабільності у країні;
- 2) фінансування (співфінансування) великих стратегічно важливих проектів у секторах, які можуть прискорити економічний розви-

ток (інфраструктура, енергетика, транспорт, телекомунікації, житлове будівництво);

3) розвитку підприємств малого та середнього бізнесу, зокрема інноваційних.

Розглянемо мотиви та загальну практику надання державних гарантій у зарубіжних країнах на предмет державного контролю за ризиками та прозорості прийняття рішень у цій сфері відповідно до визначених у попередньому абзаці цілей.

**1. Державні гарантії для фінансової підтримки діючих підприємств, які зазнали фінансових труднощів**, можуть застосовуватись як інструмент державної антикризової політики і як інструмент селективної підтримки окремих підприємств за звичайних умов.

**1.1. Державні гарантії підприємствам як інструмент державної антикризової політики.** Під час фінансово-економічних криз доцільність надання державних гарантій зумовлюється *недоступністю кредитів у зв'язку із причинами циклічного характеру (у періоди «кредитного стиснення»)*. Н. Кійотакі та Дж. Мур встановили, що будь-яка фінансова криза призводить до зниження вартості активів і, відповідно, погіршує умови доступу до зовнішніх джерел фінансування підприємств у зв'язку із недостатністю ліквідного забезпечення для гарантування кредитних ризиків<sup>153</sup>. Унаслідок цього має місце так зване заставне обмеження (*collateral constraint*), що актуалізує завдання держави щодо стимулювання кредитування підприємств. У зв'язку із циклічними дефіцитами бюджетів надання державних гарантій є основним інструментом фінансової підтримки підприємств. У період фінансової кризи 2008–2009 рр. саме застосування державних гарантій набуло широкого поширення як інструмент полегшення доступу підприємств реального сектору до позичкового капіталу у період кредитного стиснення (делевериджу).

З метою спрощення процедур і розширення доступу до кредиту підприємств реального сектору у кризовий період було ухвалено «Тимчасовий порядок ЄС щодо заходів державної допомоги для підтримки доступу до фінансів протягом поточної фінансової та економічної кризи»<sup>154</sup>.

<sup>153</sup> Kiyotaki N. Credit cycles / N. Kiyotaki, J. Moore // Journal of Political Economy. – 1997. – Vol. 105, № 2. – P. 211–48.

<sup>154</sup> Temporary Union framework for State aid measures to support access to finance in the current financial and economic crisis (2011/C 6/05) [Електронний ресурс] // Official Journal of the European Union. - 11.01.2011. – Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2011:006:0005:0015:EN:PDF>.

Відповідно до цього порядку було запроваджено спеціальні процедури надання державних гарантій підприємствам під кредити комерційних банків. Елементом контролю за ризиками було встановлення максимального розміру такої гарантії для одного підприємства, який не міг перевищувати *річної суми витрат на оплату праці та сплату внесків на державне соціальне страхування* за попередній рік. Протягом фінансової кризи державні гарантії надавались підприємствам, які мають стратегічне значення для економіки країн ЄС (переважно підприємствам у галузях автомобілебудування, житлового будівництва та транспортної інфраструктури).

Особливістю державної політики у країнах ЄС у сфері надання гарантій було те, що переважна частина таких гарантій надавалась не підприємствам реального сектору, а фінансовим інститутам. У загальній сумі державної фінансової допомоги в розмірі 1,6 трлн євро<sup>155</sup> *на підприємства реального сектору економіки припадає лише 21 млрд євро, або 1,3 %*. Такий пріоритет у розподілі фінансової підтримки був пов'язаний з тим, що державним органам значно простіше співпрацювати з великими банками як з точки зору можливостей моніторингу, так і мінімізації ризиків надання таких гарантій, про що йшлося у преамбулі до цього підрозділу. При усіх перевагах безпосереднього надання державних гарантій підприємствам така діяльність потребує професійних знань щодо оцінки інвестиційних ризиків та досвіду у сфері кредитних відносин, яких працівникам державних органів бракує. Тому найпоширенішою схемою для підтримки кредитування підприємств реального сектору було надання державних гарантій комерційним банкам, які, як очікувалось, надаватимуть за рахунок залучених під гарантії коштів під кредити підприємствам реального сектору. Проте комерційні банки таких кредитів у зв'язку із отриманням державних гарантій надавати не зобов'язувались, і тому політика стимулювання кредитування реального сектору із застосуванням інструменту державних гарантій банкам не завжди досягає очікуваного результату.

Досліджуючи питання щодо впливу державних гарантій під нові випуски банківських облігацій на відновлення банківського кредитування підприємств реального сектору, фахівці Банку міжнародних розрахунків (БМР) довели (на прикладі 108 великих міжнародних банків за період

<sup>155</sup> Total financial crisis aid amounts used; by aid instrument [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://ec.europa.eu/competition/state\\_aid/studies\\_reports/ws4\\_2.xls](http://ec.europa.eu/competition/state_aid/studies_reports/ws4_2.xls).

1995–2010 рр.), що не існує лінійного зв'язку між наданням державних гарантій банкам і обсягами кредитування підприємств реального сектору економіки до того моменту, поки банківські баланси не зміцняться суттєво<sup>156</sup>. Проведені іншими дослідниками порівняння обсягів наданих банкам гарантій з темпами зростання кредитування у країнах ОЕСР під час фінансової кризи в 2009 р. також показали, що прямого зв'язку між наданими державними гарантіями і обсягами кредитування підприємств реального сектору не простежується. Отримані під гарантії кошти не у повному обсязі використовувались на надання кредитів, а зберігались банками для підтримки власної ліквідності (США, Іспанія, Греція, Данія, Австрія, Ірландія)<sup>157</sup>. Таким чином, надання державних гарантій фінансовим інститутам може бути ефективним у частині відновлення кредитування підприємств лише за сприятливих макроекономічних умов, достатньої фінансової стійкості банків та, що важливо, фінансового стану підприємств реального сектору. Головна, на нашу думку, помилка полягала в тому, що мінімізуючи поточні ризики для державних фінансів, уряди зарубіжних країн водночас не розв'язували системні проблеми незадовільного фінансового стану підприємств реального сектору, що лише відтермінувало прояви ризиків в іншій формі (ризики недоотримання державних доходів) на майбутні періоди.

**1.2. Державні гарантії як інструмент селективної підтримки окремих підприємств за звичайних умов.** В окремих випадках державні гарантії можуть надаватись підприємствам реального сектору економіки, які відчувають дефіцит ліквідності у зв'язку з погіршенням фінансового стану, зумовлений тимчасово несприятливими ринковими умовами. Доцільність надання таких гарантій є дискусійним питанням. З одного боку, припинення діяльності неефективних підприємств на ринку є невід'ємною складовою його функціонування, а процедура банкрутства – найкращим способом фінансового оздоровлення фінансової системи, який дає можливість усунути з ринку токсичні елементи і завчасно запобігти поширенню фінансових проблем на інші підприємства. Проте, з другого боку, банкрутство деяких стратегічно важливих

<sup>156</sup> Brei M. Rescue Packages and Bank Lending / M. Brei, L. Gambacorta, G. von Peter // BIS Papers. – 2011. – № 357.

<sup>157</sup> Public Guarantees on Bank Bonds: Effectiveness and Distortions / G. Grande, A. Levy, F. Panetta, A. Zaghin // OECD Journal: Financial Market Trends. – 2011. – Is. 2. – P. 1 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.oecd.org/finance/financial-markets/49200208.pdf>.

підприємств може мати негативні соціально-економічні наслідки, і тому загальна практика полягає у наданні їм державних гарантій під кредити банків. У країнах зі слабкими демократіями є проблема суб'єктивності рішень державної бюрократії при визначенні пріоритетів фінансової підтримки, у результаті чого гарантії надаються виходячи з інших, ніж економічна ефективність підприємств, мотивів і лобіюються найпотужнішими політико-економічними угрупованнями. За результатами аналізу фактів державної підтримки 450 політично пов'язаних підприємств у 35 країнах світу за період із 1997 до 2002 р. М. Фачіо, Р. Мазулісом та Дж. Макконелом<sup>158</sup> було встановлено, що державна підтримка надавалась переважно політично пов'язаним (*politically-connected*) підприємствам. У результаті цього потенційні ризики для державних фінансів зростають, що дає підстави стверджувати, що у непрозорому і корупційно обтяженому інституційному середовищі великі обсяги державних гарантій створюють суттєві загрози для стійкості державних фінансів і для їх запобігання доцільно звузити практику надання селективної підтримки окремим підприємствам.

Корисним у зв'язку з цим є досвід ЄС, яким було прийнято регламенти (відповідно до Лісабонської стратегії), які чітко обмежують обставини, за яких можуть надаватись державні гарантії підприємствам. Відповідно до ст. 87 Угоди про функціонування ЄС допускається надання державної допомоги лише підприємствам у регіонах з аномально низьким рівнем доходів або значним рівнем безробіття<sup>159</sup>. Надання державних гарантій для оздоровлення фінансів таких підприємств (*aid for rescuing and restructuring (R&R) firms in difficulty*) можливе за умов, якщо підприємство перебуває у складному фінансовому становищі і неспроможне за допомогою наявних ресурсів та тих, що можуть бути отримані від акціонерів та кредиторів, запобігти збиткам, які без зовнішнього втручання державних органів (*public authorities*) призведуть до припинення господарської діяльності у майбутньому<sup>160</sup>. Підстави, за яких підприємство

<sup>158</sup> Faccio M. Political Connections and Corporate Bailouts / M. Faccio, R. Masulis, J. McConnell // Journal of Finance. – 2006. – Vol. 61, № 6. – P. 2597–2635.

<sup>159</sup> Consolidated versions of the Treaty on European Union and the Treaty on the Functioning of the European Union // Official Journal of the European Union. – 2010. – Vol. 53 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2010:083:FULL:EN:PDF>.

<sup>160</sup> Community guidelines on state aid for rescuing and restructuring firms in difficulty // Official Journal of the European Union. – 2004. – С 244 [Електронний

може отримати державні гарантії, є чітко регламентованими: втрата 50 % зареєстрованого капіталу, 25 % якого втрачено протягом останнього року, зростаючі збитки, скорочення обсягів продажів, зростання запасів, надмірні виробничі потужності, зменшення грошового потоку, зростання боргу, зростання процентних витрат. Державні гарантії підприємствам надаються в рамках рятувальної допомоги (*rescue aid*), яка має тимчасовий характер (до 6 місяців), на поворотній основі на період для розроблення підприємством плану реструктуризації у разі кризи ліквідності та технічної неплатоспроможності. Підтримка ліквідності здійснюється у формі надання державних гарантій (*reversible liquidity support in the form of loan guarantees or loans*) за процентними ставками, які не перевищують їх рівень для стабільно працюючих підприємств. Досвід застосування у країнах ЄС такого інструменту, як рятувальна допомога (*rescue aid*), засвідчив, що підприємства, які отримували державні гарантії, мали низький коефіцієнт виживання, оскільки не усувались фундаментальні причини їхньої неплатоспроможності<sup>161</sup>. Таким чином, надання державних гарантій для фінансового оздоровлення підприємств створює потенційні загрози для безпеки державних фінансів.

**2. Державні гарантії як інструмент фінансової підтримки підприємств малого та середнього бізнесу, зокрема інноваційних.** Суспільно важливою проблемою, яку може вирішити держава шляхом надання гарантій, є *недоступність кредитів для малого та середнього бізнесу, а також для фінансування інноваційних проектів*. У зарубіжних країнах поширеною є практика надання державних гарантій для фінансової підтримки малих та середніх інноваційних підприємств, що є чітко визначеним пріоритетом економічної політики. У країнах ЄС майже 90 % державної фінансової підтримки в рамках звичайних (некризових) процедур надається середнім та малим, а також інноваційним підприємствам, які належать до так званих груп виключення (*General Block Exemption Regulation (GBER)*)<sup>162</sup>. Відповідно до «правила критерію мінімуму»

ресурс]. – Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2004:244:0002:0017:EN:PDF>.

<sup>161</sup> Chindooroy R. Company survival following rescue and restructuring state aid / R. Chindooroy, P. Muller, G. Notaro // *European Journal of Law and Economics*. – 2007. – № 24(2) – P. 178.

<sup>162</sup> State aid: crisis-related aid aside, Scoreboard shows continued trend towards less and better targeted aid // *European Commission*. – 2012. – 21 Dec. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-12-1444\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-12-1444_en.htm).

(*de minimis rule*) уряди країн ЄС можуть надавати гарантії підприємствам малого та середнього бізнесу у розмірі до 1,5 млн євро відповідно до Методичних рекомендацій щодо підтримки ризикованого капіталу (*Guidelines on Risk Capital*)<sup>163</sup> та Порядку здійснення досліджень розвитку та інновацій (*Framework on research & development & innovation*)<sup>164</sup>. Передбачено, що ці регламенти можуть застосовуватись для надання фінансової підтримки малим та середнім підприємствам без погодження з Єврокомісією. Правило було запроваджено, щоб зменшити адміністративний тягар, пов'язаний із наданням допомоги малим та середнім підприємствам, за винятком підприємств транспортної, суднобудівної, агропромислової та риболовної галузей, а також експортерів. Для реалізації політики у сфері підтримки малого і середнього бізнесу створено Європейський інвестиційний фонд (*The European Investment Fund (EIF)*), який надає гарантії фінансовим установам під кредити МСП. До ключових пріоритетів діяльності EIF віднесено розвиток ринку венчурного капіталу та запровадження піонерних фінансових інструментів (управління фондами фондів ERP (*European Recovery Programme*) – EIF Dachfonds, JEREMIE Holding Fund, регіональними інноваційними фондами). На кінець 2012 р. активи під управлінням EIF становили 10,8 млрд євро<sup>165</sup>.

У Великобританії діє програма фінансових гарантій підприємствам (EFG), яка передбачає надання МСП (з обсягами продажів до 41 млн фунтів на рік) гарантій держави під незабезпечені кредити до 1 млн фунтів терміном до 10 років. Програма була започаткована в 2008 р. з метою таргетованої фінансової підтримки життєздатних МСП. Відповідно до умов програми підприємства отримують кредити за ринковими процентними ставками під державні гарантії, які покривають до 75 % ризику несвоєчасного погашення підприємством кредиту. Обсяги наданих

<sup>163</sup> Community guidelines on state aid to promote risk capital investments in small and medium-sized enterprises // Official Journal of the European Union. – 2006. – С 194 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:52006XC0818\(01\):EN:NOT](http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:52006XC0818(01):EN:NOT).

<sup>164</sup> Community framework for State aid for research and development// Official Journal of the European Union. – 2006 – С 323 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2006:323:0001:0026:en:PDF>.

<sup>165</sup> Annual Report 2012 / European Investment Fund [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.eif.org/news\\_centre/publications/eif\\_-annual\\_report\\_2012.pdf](http://www.eif.org/news_centre/publications/eif_-annual_report_2012.pdf).



гарантій за період 2009–2011 рр. за програмою EFG становили 1,8 млрд фунтів. Уповноваженим органом, який надає державні гарантії, є Департамент бізнесу, інновацій та майстерності (BIS), якому за отримані гарантії підприємства зобов'язані щоквартально сплачувати комісію у розмірі 2 % річних від непогашеної суми боргу. Важливим є те, що підприємства – потенційні отримувачі державних гарантій визначаються безпосередньо банком-учасником програми EFG, який приймає на себе 25 % кредитного ризику. На банк також покладається обов'язок з'ясування, чи всі наявні у позичальника активи було закладено для забезпечення виконання зобов'язань. Раніше, з 1981 по 2008 р. у Великобританії діяла програма SFLG (*Small Firms Loan Guarantee*), відповідно до якої державні гарантії надавались під кредити життєздатним підприємствам, які не мали достатнього забезпечення для отримання кредиту. Статистика показує, що ризик неповернення (*the default rate*) таких кредитів є доволі високим і становить від 30 до 35 %. *Високі ризики надання державних гарантій підприємствам такого типу зумовлюють порівняно невеликі обсяги* (за нашими оцінками співвідношення обсягів державних гарантій у самоокупні великі проекти і МСП становить 20:1).

**3. Державні гарантії як інструмент фінансового забезпечення великих стратегічно важливих проектів.** Надання державних гарантій дає можливість розв'язати проблему недоступності боргових джерел фінансування у достатніх обсягах для великих інфраструктурних проектів. Практика надання державних гарантій під інфраструктурні проекти у зарубіжних країнах є доволі поширеною. У Великобританії застосовується процедура надання державних гарантій (*debt-guarantee scheme*) під самоокупні проекти в інфраструктурі та енергетиці. Започаткована в 2012 р. схема державних гарантій під інфраструктурні проекти передбачає узгодження надання таких гарантій з Національним інфраструктурним планом і є відкритою для кредитоспроможних проектів у сфері енергетики, транспорту, комунікацій, дозвілля та житла<sup>166</sup>. Зокрема на 2014 р. планується надати таких гарантій на 40 млрд фунтів, зокрема планується надання державних гарантій у сумі 75 млн фунтів

<sup>166</sup> Treasury guarantees will make UK infrastructure more attractive, but 'pipeline' of projects still needed // Out-law.com. – 2013. – 22 Oct. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.out-law.com/en/articles/2013/October/treasury-guarantees-will-make-uk-infrastructure-more-attractive-but-pipeline-of-projects-still-needed-says-expert>.

під проект енергогенеруючої компанії Darx вартістю 700 млн фунтів, який передбачає перехід з використання вугілля на біомасу<sup>167</sup>. Відповідно до цієї схеми держказначейство бере на себе зобов'язання погасити кредит у разі фінансових труднощів при реалізації проекту і неспроможності позичальника погасити борги.

На першому етапі відбору інвестиційних проектів під державні гарантії орган державної влади здійснює оцінку кредитоспроможності проекту відповідно до чітко встановлених регламентів. Основним елементом контролю за ризиками у процесі надання таких гарантій є норма, відповідно до якої передбачається лише *часткове боргове фінансування проектів у розмірі до 50 % їхньої загальної вартості* за умови внесення ініціаторами проектів власних коштів у сумі не менше 50 %.

Схеми гарантування поширюються не лише на банківські кредити, а й на боргове фінансування, яке надається договірними ощадними інститутами. У Великобританії розвивається практика надання гарантій уряду під інфраструктурні проекти, які фінансуються за рахунок недержавних пенсійних фондів та страхових компаній зі страхування життя. Для цього Національною асоціацією пенсійних фондів Великобританії (NAPF) створено спеціальний фонд у розмірі 2 млрд фунтів під назвою Пенсійна інфраструктурна платформа (*Pensions Infrastructure Platform*), призначенням якого є інвестиції у боргові інструменти та корпоративні права підприємств інфраструктури під державні гарантії. Важливим джерелом фінансування є інвестиційні підрозділи транснаціональних фінансових корпорацій, які кредитують національні інфраструктурні проекти у Великобританії під державні гарантії. Для цього укладено спеціальні угоди між держказначейством Великобританії й інвестиційними банками, зокрема, з швейцарською *UBS Global Asset Management*, німецькою *Allianz Global Investors*, *BlackRock*, *AMP Capital*, *M&G Investments*). Практика співпраці з кількома потужними транснаціональними та вітчизняними потенційними кредиторами дає змогу диверсифікувати канали отримання фінансових ресурсів під державні гарантії і знизити процентні ставки, що є важливим для зниження ймовірності дефолту підприємств-отримувачів державних гарантій.

<sup>167</sup> *Cobley M.* UK ready to back 40 infrastructure projects / M. Cobley // Financial news. – 2013. – 22 Oct. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.efinancialnews.com/story/2013-10-22/uk-unveils-40-infrastructure-projects-debt-guarantees>.

Таким чином, аналіз зарубіжної практики й тенденцій у застосуванні державних гарантій задля розширення доступу до кредиту підприємств реального сектору економіки дає підстави визначити чотири основні проблеми, які можуть бути розв'язані: циклічно обумовлена недоступність банківського кредиту; незадовільний фінансовий стан окремих підприємств, які мають стратегічне значення для економіки; низька кредитоспроможність та недоступність банківських кредитів для МСП та високі інвестиційні ризики великих проектів, насамперед інфраструктурних. Для мінімізації потенційних ризиків для державних фінансів, що виникають у процесі діяльності з надання гарантій підприємствам, застосовуються принципи:

- 1) чіткого визначення та законодавчого закріплення пропорцій розподілу ризиків між державою та кредитором в частині боргового фінансування підприємства, відповідно до яких держава бере на себе від до 75–80 % кредитних ризиків;
- 2) обов'язкової участі підприємства власними коштами у фінансуванні інвестиційних проектів у розмірах, зазвичай – не менше 50 % вартості основного та оборотного капіталу;
- 3) мінімізації обсягів та обмеженні обставин, за яких може надаватись селективна фінансова підтримка окремим діючим підприємствам;
- 4) пріоритетності надання гарантій підприємствам, які є «локомотивами» економічного розвитку (інфраструктурні проекти, енергетика, інноваційні малі та середні підприємства), а не задля підтримки нежиттєздатних діючих підприємств.

Застосування цих принципів дає можливість мінімізувати потенційні ризики для державних фінансів за рахунок забезпечення низьких рівнів імовірності дефолту, диверсифікації та структурної збалансованості державного портфеля кредитних гарантій, у якому переважають самоокупні перспективні проекти, націлені на майбутнє (*forward-looking*).

Останніми роками державні гарантії як інструмент державної фінансової політики набули широкого застосування в Україні, проте цілі їхнього надання й проблеми, які вирішуються за допомогою цього інструменту, суттєво відрізняються від розглянутої практики зарубіжних країн. Загальна сума наданих підприємствам державних гарантій з 2007 по 2012 р. становила 112,2 млрд грн, у тому числі в 2007 р. – 3,5 млрд, у 2008 р. – 5,8 млрд, у 2009 р. – 32,9 млрд, у 2010 р. – 10,1 млрд, у 2012 р. – 75,3 млрд грн. У зв'язку з цим протягом останніх п'яти років значно зросли обсяги гарантованого державного боргу: якщо на початок 2008 р.

вони становили 2,4 % ВВП, то на початок 2010 р. – 10,1 % ВВП, то станом на 30.10.2013 перевищували 18 % ВВП.

У країнах ЄС обсяги гарантованого державою боргу у середньому не перевищували 10 % ВВП (у кінці 2012 р.), *найменшими обсяги зобов'язань за гарантіями були (до 4 % ВВП) у постсоціалістичних країнах* – Словаччині, Литві, Естонії, Польщі, Болгарії, Латвії та Румунії. У розвинутіших країнах (Нідерландах, Фінляндії, Португалії, Іспанії, Словенії та Бельгії) – *обсяги зобов'язань за державними гарантіями становили від 12,3 до 18,1 % ВВП*. Помітно вищим був рівень зобов'язань за державними гарантіями на кінець 2012 р. в Австрії 26,2 % ВВП та Ірландії (69,8 % ВВП), що пов'язано із значними обсягами гарантій, наданими фінансовим інститутам під час кризи 2008–2009 рр. Таким чином, порівняно із іншими постсоціалістичними країнами, відносні обсяги гарантованого державою боргу в Україні натеper є значно вищими. Лише ці порівняння дають підстави сказати, що наявні загрози для безпеки державним фінансам України на кінець 2013 р., навіть за умови однакової ризикованості портфеля державних гарантій, є в 4–5 разів вищими, ніж у постсоціалістичних країнах.

Потенційні ризики для безпеки державних фінансів України генеруються на лише стрімким зростанням обсягів гарантійних зобов'язань держави та їх абсолютними обсягами, але й їх якістю. Йдеться про те, що вірогідність дефолту, тобто неплатоспроможності підприємств – отримувачів державних гарантій, в Україні перевищує 90 %, що пов'язано зі специфічними напрямками надання державних гарантій.

В Україні склалася практика застосовування інструменту державних гарантій за іншим, ніж у світовій практиці, призначенням. У табл. 3.14 показано, що із загальної суми державних гарантій протягом 2007–2012 рр. більш ніж половина державних гарантій надавалась державним підприємствам (ДП «Фінінпро», Укравтодор, НАК «Нафтогаз України») з метою прихованого фінансування бюджетних витрат, про що йтиметься детальніше в інших розділах цієї монографії. Водночас обсяги гарантій під реальні інвестиційні проекти підприємств реального сектору були незначними (за винятком 2009 р.). Не виправдовує себе практика створення державних-підприємств – потенційних отримувачів державних гарантій (ДП «Фінінпро»), через які здійснюється приховане фінансування державних витрат з подальшим погашенням кредитів, отриманих під гарантії держави, за рахунок державного бюджету. Також не відповідає світовій практиці надання державних гарантій держави самій

Таблиця 3.14

**Динаміка державних гарантій, наданих підприємствам України**

Показники	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Загальна сума, млрд грн	3,5	5,9	32,9	10,1	8,5	51,4
% ВВП	0,49	0,62	3,60	0,93	0,65	3,65
Відстрочені бюджетні видатки (100 % дефолт)*	1,7	4,7	27,5	8,0	8,5	48,2
Фінансові установи**	1,8	1,0	0,0	0,0	0,0	3,2
Підприємства реального сектору (інвестиційні проекти)	0,0	0,2	5,4	2,1	0,0	0,0

\*ДП «Фінінпро», Укравтодор, НАК «Нафтогаз України».

\*\* ПАТ Укрексімбанк, Державна іпотечна установа.

Складено за даними Міністерства фінансів України.

собі, а саме надання Міністерством фінансів України головним розпорядникам бюджетних коштів гарантій під запозичення для здійснення капітальних видатків понад обсяги встановлених бюджетних призначень<sup>168</sup>. Застосування державних гарантій для відтермінування бюджетних витрат на майбутні роки створює серйозні загрози для безпеки сектору державних фінансів України у зв'язку із 100-відсоткового вірогідністю дефолту та переважанням саме цих гарантійних зобов'язань у державному портфелі.

Разом із цим потенційні ризики для державних фінансів України зумовлюються вкрай слабким концептуальним каркасом державної політики у цій сфері, відсутністю норм, які б унеможлилювали свідоме перекладення на державу надмірних кредитних ризиків, та сприятливими умовами для просування «своїх», наближених до влади підприємств. Усі наявні вади селективної державної фінансової підтримки натепер імplementовані в українське законодавство і численні «порядки» та «поло-

<sup>168</sup> Умови надання у 2013 р. державних гарантій для забезпечення виконання боргових зобов'язань за запозиченнями суб'єктів господарювання – резидентів України державного сектору економіки, залученими для реалізації інвестиційних, інноваційних, інфраструктурних та інших проектів розвитку, які мають стратегічне значення та реалізація яких сприятиме розвитку національної економіки : затв. постановою Кабінету Міністрів України від 03.07.2013 № 500 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/500-2013-%D0%BF/print1382540953864201>.

ження» з контролю за ризиками, які унеможливають такий контроль. Серед них виокремимо такі:

1. Недостатньо чітке визначення у чинному законодавстві порядку відбору інвестиційних проектів та підприємств, яким можуть надаватись державні гарантії, а також розподілу кредитних ризиків між державою, банками та підприємствами. Хоча формально і встановлено порядок, відповідно до якого управління ризиками здійснюється шляхом визначення частки боргових зобов'язань позичальника, виконання яких забезпечуватиметься державною гарантією<sup>169</sup>, проте не конкретизовано, який саме максимальний рівень кредитного ризику (ризик непогашення основного боргу і процентів) є припустимим для держави.
2. Відсутня норма, яка б визначала мінімальну частку власних коштів підприємства, які повинні бути внесені в інвестиційний проект, під який надаються державні гарантії. Доцільно було б встановити диференційовані норми допустимого ризику держави за інфраструктурними проектами – до 50 %, за фінансуванням МСП – 75 %, оздоровленням фінансів стратегічно важливих діючих підприємств – до 80 %, що відповідає світовій практиці. Варто також включити норму, відповідно до якої за зростання кредитних ризиків частка державної участі повинна зменшуватись, а також визначити чіткий порядок розрахунку розміру винагороди держави за надання гарантії.
3. Діючий багатоступінчатий механізм відбору інвестиційних проектів, прийнятий в 2010 р., не містить ключових моментів, які дали б можливість запобігти наданню гарантій під задалегідь нежиттєздатні проекти. Відповідно до «Порядку відбору інвестиційних проектів, для реалізації яких у реальному секторі економіки надається державна підтримка»<sup>170</sup> державні гарантії можуть надаватись за умови дотримання якісних критеріїв, ідентифікація відповідності яким може бути лише суб'єктивною (на основі експертного судження, або, як це практикується в Україні, – оплаченої «довід-

<sup>169</sup> Положення про управління ризиками, пов'язаними з наданням державних гарантій, та розподіл таких ризиків між державою, кредиторами і позичальниками : затв. постановою Кабінету Міністрів України від 23.02.2011 № 131.

<sup>170</sup> Порядок відбору інвестиційних проектів, для реалізації яких у реальному секторі економіки надається державна підтримка : затв. постановою Кабінету Міністрів України від 13.09.2010 № 860[Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/860-2010-%D0%BF/print1360051057238254>.

- ки», виданої органом державної влади) – інноваційна спрямованість; високотехнологічний рівень; забезпечення енергозбереження та захисту навколишнього природного середовища. Водночас кількісні параметри фінансового характеру не визначені взагалі, що дає змогу, знову ж таки, ухвалювати суб'єктивні рішення, виходячи з інших, ніж інтереси суспільства, мотивацій. Такі критерії, передчасні «Порядком відбору інвестиційних проектів, для реалізації яких у реальному секторі економіки надається державна підтримка», як «ефективність реалізації проекту (прибуток, гарантованість повернення коштів, наданих під державні гарантії, строк окупності, створення нових робочих місць, надходження до державного та місцевих бюджетів податків і зборів (обов'язкових платежів)» та «фінансово-економічний стан суб'єкта господарювання», є нечітко сформульованими, що унеможливорює впровадження формалізованих процедур відбору потенційних отримувачів державних гарантій. Для запобігання ризикам для державних фінансів необхідно чітко визначити вимоги до параметрів фінансового стану підприємства-реципієнта в частині щодо співвідношення між власним капіталом, вкладеним у проект, та позичковим капіталом, зокрема залученим під державні гарантії.
4. Натепер не існує концептуального “каркасу”, який би визначав порядок надання державних гарантій і був закріплений законом. Склалась практика, відповідно до якої щорічно у законах про державний бюджет за Кабінетом Міністрів України закріплюється обов'язок встановити порядок залучення кредитів (позик) під державні гарантії. Доцільно було концептуальний каркас надання державних гарантій визначити Законом України «Про залучення кредитів (позик) під державні гарантії».

### **3.6. МАКРОЕКОНОМІЧНІ ЕФЕКТИ ТА СОЦІАЛЬНО-ЕКОНОМІЧНІ НАСЛІДКИ АКУМУЛЯЦІЇ ЗОВНІШНІХ БОРГОВИХ ЗОБОВ'ЯЗАНЬ**

Залучення зовнішніх фінансових ресурсів, безумовно, має позитивні сторони, проте не слід забувати про те, що за певних умов зростання зовнішнього боргу призводить до порушення боргової стійкості державних фінансів. У цьому контексті досить зважено і влучно висловився професор С. Юрій. Учений, даючи відповідь на запитання: що ж дають країнам зовнішні запозичення? – вважає, що залежність країн від

зовнішніх джерел фінансування дає передусім відчуття неізолюваності у глобальному світі. Тому, яким би важким не був тягар зовнішнього боргу, країни не спроможні відмовитися від нього, з огляду на посилення взаємозалежності їхніх економік, участь у міжнародному поділі праці та розширення міжнародної кооперації<sup>171</sup>. Проте наріжним каменем тут постають умови залучення ресурсів та ефективність використання запозичених коштів.

Відтак державні боргові запозичення, як внутрішні, так і зовнішні, здатні позитивно вплинути на економічне зростання країни, за умови, якщо вони будуть спрямовані на вирішення стратегічних завдань. Такі стратегічні завдання можуть бути структуровані з урахуванням цільових орієнтирів боргової стратегії держави, і зокрема:

- фіскальні цілі;
- економічна стабілізація та економічне зростання;
- оптимізація розподілу суспільних ресурсів.

Досягнення фіскальних цілей передбачає, що, з одного боку, боргова політика буде спрямована на забезпечення фінансування необхідних державних програм та вирішення інших соціальних проблем; а з другого – уряд прагне досягнення вигідніших умов здійснення запозичень у рамках загальної оптимізації державних фінансів для формування оптимального боргового портфеля держави.

Досягнення цілей економічної стабілізації й економічного стимулювання ґрунтується на взаємозв'язку різноманітних макроекономічних характеристик, на які держава може впливати як прямо, так і опосередковано. Здебільшого характер такого впливу передбачає використання інструментарію зовнішніх запозичень. Оптимізація розподілу суспільних ресурсів потребує втручання держави тоді, коли фінансовий ринок недостатньо ефективно здійснює такий розподіл. Оптимальний розподіл ресурсів пов'язаний з формуванням необхідних передумов зростання в майбутньому (наприклад за рахунок будівництва об'єктів інфраструктури).

На практиці, зазначені цілі набувають конкретніших форм, які зводяться до цілей фінансування заходів у сфері управління державними фінансами. З цієї позиції держава здійснює запозичення на фінансовому ринку, зокрема, для:

- фінансування поточного бюджетного дефіциту;
- рефінансування боргових зобов'язань;

<sup>171</sup> Юрій С. І. Управління зростанням на основі боргу і Україна / С. І. Юрій // Журнал європейської економіки. – 2007. – Т. 6(№1). – С. 6–27.



- згладжування нерівномірностей надходження податкових платежів;
- забезпечення комерційних банків ліквідними резервними активами;
- фінансування цільових державних інвестиційних і соціально-економічних програм впливу на кон'юнктуру фінансового ринку.

З урахуванням цільових орієнтирів обґрунтуємо можливі ефекти залучення зовнішніх позичкових ресурсів та наслідки боргового фінансування для національної економіки. Передусім зазначимо, що під макроекономічним ефектом будемо розуміти зміну параметрів макроекономічної кон'юнктури, фіскальної та монетарної політики держави, національного багатства, економічного розвитку в результаті впливу державного боргу<sup>172</sup>.

Розглянемо позитивні та негативні макроекономічні ефекти від зовнішнього позичкового фінансування в короткостроковому періоді з позиції суверенного позичальника.

На стадії залучення державні позики, за своєю природою, здійснюють макроекономічну функцію регулювання податкового навантаження на суспільство. При вирішенні дилеми: збільшувати податковий тягар чи залучати державні позики, зазвичай перевага віддається борговому фінансуванню бюджету, послаблюючи навантаження на податкові джерела надходжень до бюджету. Тобто у короткостроковому періоді інтерес фіскальної політики може полягати у тому, щоб з метою збільшення програмних видатків бюджету залучити якнайбільший обсяг фінансових ресурсів за мінімальною вартістю<sup>173</sup>. Відтак, заходи фіскальної політики спрямовані на боргове фінансування дефіциту бюджету (на противагу збільшенню податкового навантаження) сприятиме збільшенню ефективного попиту, котре, у свою чергу, сприятиме зростанню ВВП.

У процесі дослідження впливу зовнішніх запозичень на економічний розвиток держави визначальною умовою є темпи акумуляції зовнішнього боргу в короткостроковому періоді. Так, зокрема, негативний вплив боргових процесів на економічне зростання посилюється за надмірної акумуляції зовнішнього боргу в короткостроковому періоді, що і відбувалося у сфері зовнішніх державних запозичень України у 2008–2009 рр. За цей період зовнішній державний борг України зріс більш ніж утричі,

<sup>172</sup> Царук О. В. Макроекономічні ефекти державного боргу як об'єкт статистичного вивчення / О. В. Царук // Статистика України. – 2006. – № 2. – С. 21–25.

<sup>173</sup> Фінанси : підручник / за ред. С. І. Юрія, В. М. Федосова. – К. : Знання, 2008. – 611 с.

посиливши макроекономічну нестабільність і підвищивши вразливість фінансової системи держави до дії зовнішніх шоків.

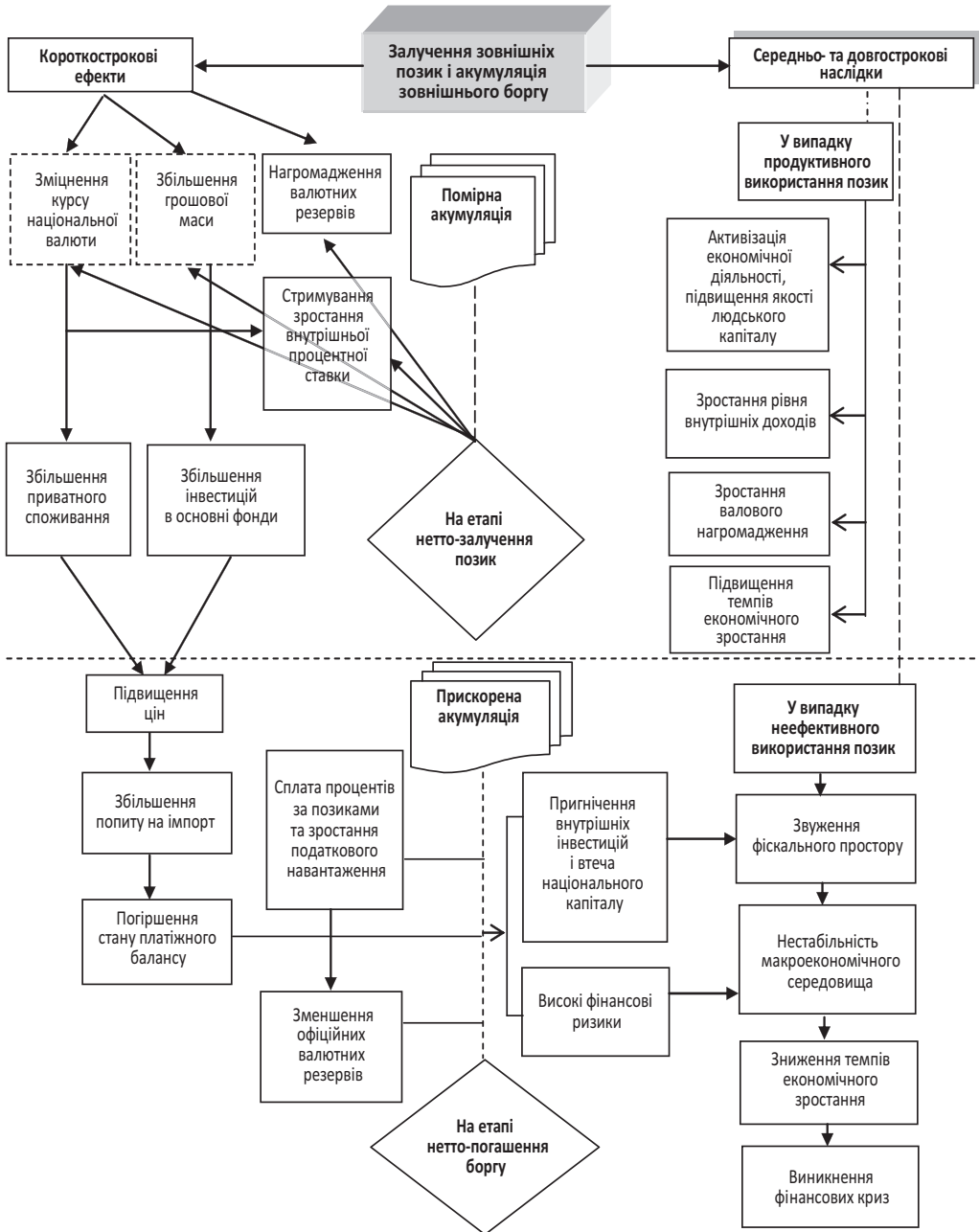
Не відкидаючи наведених переваг зовнішніх запозичень і позитивних зрушень у борговій політиці України в 2001–2007 рр., зазначимо, що потенційні недоліки надмірної акумуляції зовнішнього боргу є наслідком стримування інвестиційної діяльності у приватному секторі, зростання реальних процентних ставок за позиками, пригнічення внутрішніх інвестицій і втечі національного капіталу за кордон, підвищення кредитного і валютного ризиків, підвищення премії за ризик, зниження кредитних рейтингів, а відтак і підвищення ризику рефінансування боргу.

На етапі нетто-залучення приплив капіталу позначається або зміцненням національної грошової одиниці або збільшенням пропозиції грошової маси. Такі процеси позитивно впливають на обсяги приватного споживання, сприяють збільшенню інвестицій в основні фонди. Однак відповідні процеси відбуваються на тлі підвищення цін, що у середньостроковому періоді може частково нівелювати позитивні ефекти (рис. 3.11).

За помірної акумуляції зовнішнього боргу, за умови продуктивного використання позик, зовнішні запозичення матимуть стимулюючий вплив на економічне зростання. При цьому дохідність проектів, у які інвестовано запозичені кошти, перевищуватиме рівень витрат на погашення боргу, і зовнішнє боргове навантаження, яке характеризується співвідношенням «зовнішній борг / ВВП», залишатиметься стабільним.

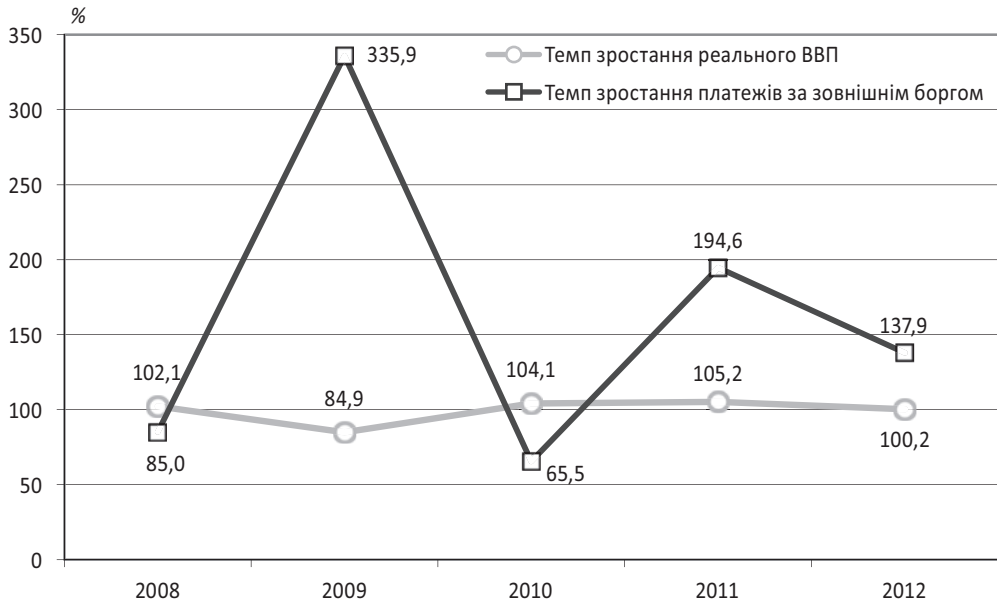
Надмірне зростання зовнішнього боргу може сприяти зниженню ефективності фіскальної політики. Якщо збільшення державних видатків відбувається за рахунок зростання державного боргу і не забезпечується відповідними доходами, то оцінці ефективності витрат часто не приділяється належної уваги. Зокрема, ця теза обґрунтовується в роботах Дж. Б'юкенена. На думку вченого, політичні діячі проводять політику надмірної акумуляції боргу для збільшення державних видатків, до яких чутливий політичний електорат<sup>174</sup>. Ці витрати здебільшого мають соціальний характер та з точки зору економічного розвитку є продуктивними лише у тих випадках, коли існує криза попиту. Разом з тим «мильна бульбашка» соціальних витрат призводить до дедалі більшого

<sup>174</sup> *Buchanan J. Public finance of democratic process / J. Buchanan* [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.econlib.org/library/uchanan/buchCv4Contents.html>.



**Рис. 3.11. Теоретична конструкція макроекономічних ефектів зовнішніх запозичень та вплив акумуляції боргу на економіку країни**

Складено за: Вахненко Т. П. Зовнішні боргові зобов'язання у системі світових фінансово-економічних відносин / Т. П. Вахненко. – К. : Фенікс, 2006. – 536 с.



**Рис. 3.12. Зміни співвідношення темпів приросту ВВП і платежів за зовнішнім державним боргом**

Складено за: Довідка щодо державного та гарантованого державою боргу у 2008–2012 рр. // Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://minfin.kmu.gov.ua/control/uk/publish>.

дефіциту бюджету, який стає перманентним і починає витісняти інвестиційні видатки<sup>175</sup>.

Негативні наслідки зростання зовнішнього боргу проявляються передусім у збільшенні додаткових витрат бюджету (рис. 3.12).

Аналізуючи динаміку видатків державного бюджету країни на погашення та обслуговування зовнішнього боргу, можна дійти висновку, що боргове навантаження є значним та має тенденцію до зростання. Це, у свою чергу, призводить до негативних наслідків, пов'язаних із необхідністю у майбутньому обслуговувати та погашати зовнішній борг, та відволікає з бюджету кошти, які б у могли бути вкладені у високодохідні проекти.

Так, якщо темпи приросту платежів за зовнішнім державним боргом дорівнюють або є меншими за середній темп зростання економіки, то

<sup>175</sup> Ковалюк О. М. Фінансовий механізм організації економіки України (проблеми теорії і практики) : монографія / О. М. Ковалюк. – Л. : Вид. центр Львів. нац. ун-ту ім. І. Франка, 2002. – 396 с.

потреби збільшувати оподаткування для обслуговування боргу немає, оскільки джерелом виплат стають доходи бюджету.

За таких обставин боргове фінансування дефіциту бюджету позитивно впливає на економічний розвиток, і державний бюджет не переобтяжується. Фактично в Україні починаючи з 2009 р. платежі за зовнішнім державним боргом значно перевищували темпи зростання реального ВВП (за винятком 2010 р.).

Такі розбіжності вказують на негативні тенденції та поряд з незмінністю ставок оподаткування, свідчать про переорієнтацію частини видатків (податкових надходжень) бюджету в напрямі обслуговування боргу. Це означає, що в держави залишається менше можливостей ефективно і в необхідному обсязі профінансувати видатки на соціальний захист, охорону здоров'я, розвиток галузей економіки. Окрім того, перевищення темпів приросту платежів за державним боргом над темпами зростання реального ВВП означає, що стимулювання сукупного попиту за рахунок державних запозичень призводить до негативного результату.

Залучення зовнішніх позик зумовлює зростання грошових агрегатів, підвищує мінливість валютного курсу, впливає на стан реального ВВП на етапі нетто-залучення та викликає спад виробництва на етапі нетто-погашення боргу. Зокрема, результати проведеного дослідження дають підстави висунути гіпотезу про те, що надходження іноземних позик виступає вагомим фактором зростання грошових агрегатів. Коефіцієнти парної кореляції приросту грошової маси M2 з нетто-залученням середньо- і довгострокових кредитів державою та корпоративним сектором становить 0,69, а з зовнішніми облігаційними позиками уряду – 0,37. Високі значення коефіцієнтів парної кореляції відбивають той факт, що отримання зовнішніх позик суб'єктами економіки України впливає на грошові агрегати безпосередньо при викупі Національним банком мобілізованої валюти на ринку та опосередковано при розширенні кредитної активності банків (таким чином, зовнішні запозичення обумовлюють зростання грошового мультиплікатора).

Незначні темпи зростання державного боргу, що супроводжуються високим рівнем економічного розвитку та помірною інфляцією, як правило, не призводять до макроекономічних дисбалансів. Проте прискорена акумуляція зовнішніх боргових зобов'язань загрожує зростанням інфляції, погіршенням сальдо поточного рахунку та обмежує можливість залучення нових позик.

З урахуванням зазначених чинників, а також недостатніх валютних резервів і несприятливих зовнішніх умов, виникає фінансова криза, яка погіршує можливості обслуговування зовнішнього боргу.

До 2007 р. простежувалась обернена залежність між офіційним курсом гривні до долара США і величиною зовнішнього боргу. Основним чинником впливу на зміну курсу національної валюти протягом 2006–2007 рр. можна вважати стан торговельного балансу. Проте надходження іноземної валюти мало більш девальваційний вплив, ніж зростання заборгованості країни.

Упродовж 2007–2010 рр. спостерігається пряма залежність між показниками, а саме: девальвація національної валюти на тлі зростання зовнішнього боргу. Тобто відбувається зменшення іноземної валюти, що надходить у країну, і водночас зростання попиту на неї. Починаючи з 2011 р. залежність між офіційним курсом гривні до долара та обсягами зовнішньої заборгованості знову набула оберненого характеру (рис. 3.13).

Зі зростанням величини валового зовнішнього боргу прямо пропорційно зростають і залежні від нього макроекономічні показники. Проте збільшення зовнішнього боргу у 2009 р. на 2,3 млрд дол. США зумовило ско-

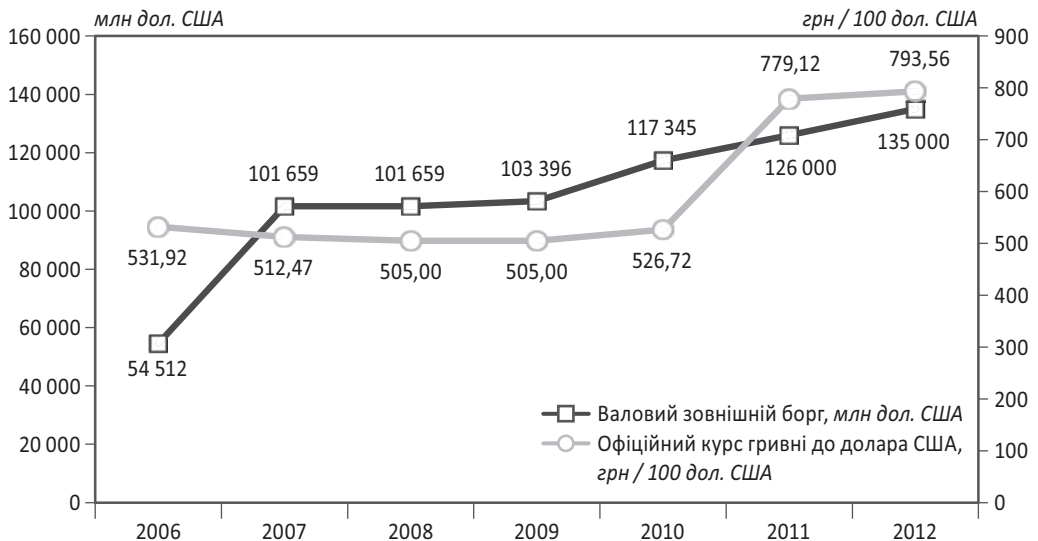


Рис. 3.13. Динаміка офіційного курсу гривні до долара США та зовнішнього боргу України

Складено за даними Національного банку України.

рочення обсягу експорту товарів і послуг на 34,8 млрд дол. США. Загалом упродовж 2008–2012 рр. зовнішній борг України зріс на 116,9 млрд дол. США, сягнувши 135 млрд дол. США, що у свою чергу призвело до зростання експорту на 64,2 млрд дол. США (рис. 3.14).

Якщо зовнішні запозичення збільшують продуктивні інвестиції, то наступне збільшення ВВП збільшує експорт і забезпечує безпроблемне обслуговування та погашення зовнішнього боргу.

Показники валового зовнішнього боргу України пов'язані також з величиною сальдо платіжного балансу (рис. 3.15). Чим більший дефіцит платіжного балансу, тим більше відбувається зростання суми валового зовнішнього боргу. Так, у 2009 р. дефіцит платіжного балансу України становив 13,7 млрд дол. США, що в 4,3 раза більше, ніж у 2008 р. (3,1 млрд дол. США). Цей факт зумовив зростання зовнішнього боргу на 2,3 млрд дол. США. У 2012 р. зведене сальдо платіжного балансу також було від'ємним – 4,1 млрд дол. США, (в 1,6 раза більше попереднього року).

Ще один аспект боргової політики держави характеризується впливом зовнішньої заборгованості на доходи населення. Відповідно до загальновідомих тверджень економічної теорії зовнішні позики опосеред-

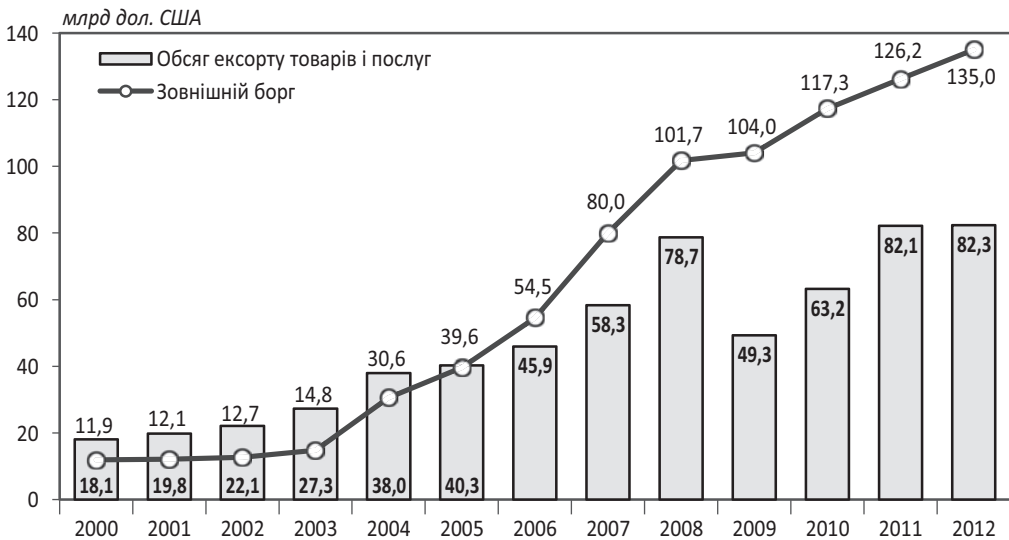


Рис. 3.14. Взаємозв'язок валового зовнішнього боргу України з експортом, млрд дол. США

Складено за даними Національного банку України.

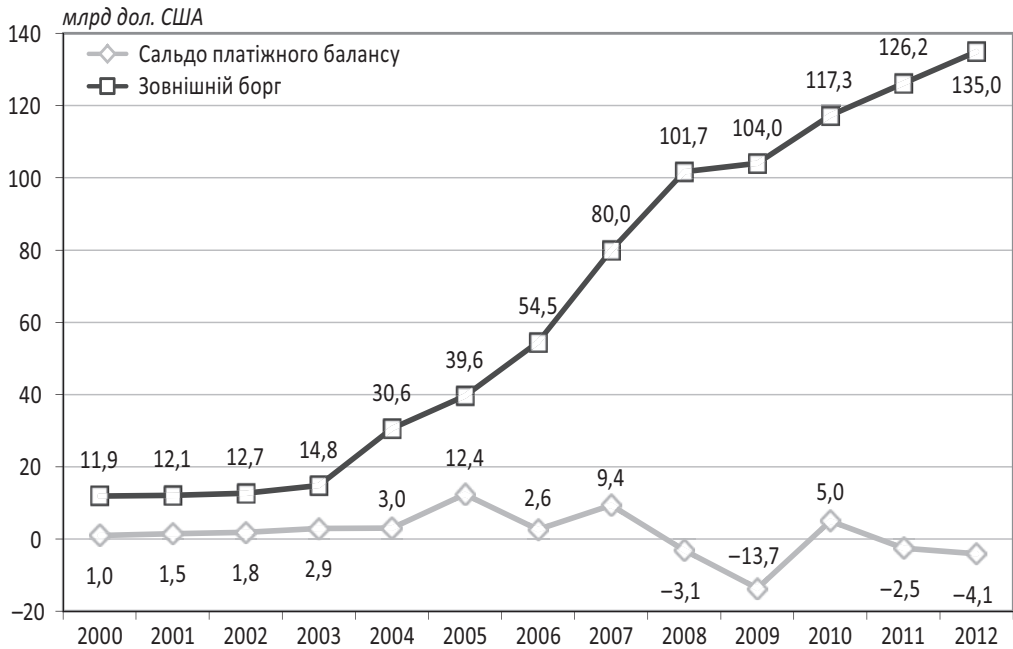


Рис. 3.15. Динаміка сальдо платіжного балансу та зовнішнього боргу, млрд дол. США

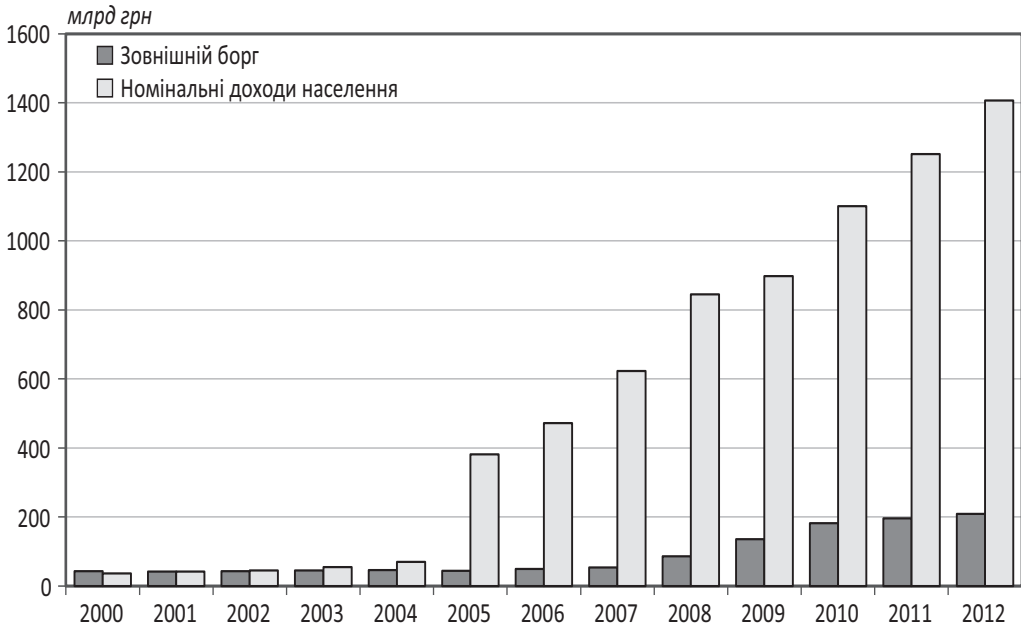
Складено за даними Національного банку України.

ковано через видатки державного бюджету збільшують сукупний платоспроможний попит економіки.

Зіставлення динаміки зовнішнього державного боргу та доходів населення в Україні засвідчує наявність певного кореляційного зв'язку. Так, зростання зовнішнього боргу впродовж 2000–2012 рр. на 165 484 млн грн супроводжувалося збільшенням номінальних доходів населення на 1 370 968 млн грн (рис. 3.16).

Водночас зовнішній державний борг погіршує розподіл доходів населення. Внаслідок зростання процентної ставки й падіння ставки заробітної плати частка оплати праці у національному доході зменшується, а частка процентів на позиковий капітал зростає. Падіння частки оплати праці в національному доході за умов незмінності ставок відрахувань передбачає зменшення відрахувань на соціальні заходи, що призводить до погіршення добробуту населення, особливо тієї категорії, що одержує пенсії та соціальні допомоги. Внаслідок здійснення процентних виплат за державним боргом обмежуються можливості держави щодо фі-





**Рис. 3.16. Динаміка зовнішнього державного боргу та доходів населення**

Складено за даними Міністерства фінансів України і Державної служби статистики України.

нансування соціально-економічних заходів, спостерігається ефект звуження бюджетних доходів<sup>176</sup>.

Проведене дослідження дає можливість зробити такий висновок: покладання держави на зовнішні позики визначає проциклічний вплив зовнішнього фінансування на темпи зростання реального ВВП в Україні, посилює залежність державних фінансів від кон'юнктури світових фінансових ринків, справляє вплив на пропорції розподілу національного доходу, зумовлює коливання обсягів грошової маси та підвищує ступінь мінливості обмінного курсу національної валюти: вилучення ресурсів іноземної валюти для виконання зовнішньоборгових зобов'язань виступає чинником девальвації національної валюти, а нетто-зовнішні запозичення призводять до ревальвації реального обмінного курсу гривні.

<sup>176</sup> МIRONENKO Т. В. Государственный долг Украины и проблемы его обслуживания / Т. В. МIRONENKO, В. В. КОСТОГРЫЗ // Інноваційна економіка. – 2012. – № 1. – С. 271–279.

### 3.7. ЕКОНОМІКО-МАТЕМАТИЧНА МОДЕЛЬ ОЦІНКИ ВПЛИВУ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ НА СТАН ЕКОНОМІКИ І ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ УКРАЇНИ

З теорії відомо, що державним запозиченням за ефективного використання можуть бути властиві такі позитивні макроекономічні ефекти:

- прискорення темпів зростання національного доходу країни за рахунок додаткових інвестицій, не забезпечених внутрішніми заощадженнями;
- стабілізація рівня споживання у кризовий період внаслідок здійснення більших витрат, ніж вироблений національний дохід;
- активізація внутрішнього попиту за рахунок державних видатків, фінансованих позиками;
- забезпечення справедливості між поколіннями і розтягування фінансових витрат у часі при створенні суспільних благ довготривалого користування.

Однак на практиці залучення державних позик має позитивні економічні наслідки здебільшого у короткостроковому періоді, а у довгостроковому періоді проявляються негативні наслідки, пов'язані з борговим навантаженням. Якщо уряди спрямовують запозичені кошти на споживчі цілі або фінансують за їхній рахунок збиткові капіталовкладення, то позитивний вплив позичкового фінансування реалізується лише на етапі нетто-залучення позик. Початкові позитивні імпульси, які походять від надходження в економіку додаткових ресурсів, згодом нівелюються зростаючими витратами на обслуговування боргу.

Суттєве збільшення державного боргу України у період 2008–2013 рр. (середньорічні темпи приросту прямого боргу становили 35,2 %, а сумарний темп приросту за 6 років перевищив 500 %) не забезпечувало адекватного зростання ВВП чи доходів бюджету. Це дає можливість стверджувати про невисоку ефективність використання запозичених коштів і відсутність помітних позитивних імпульсів від надходження до економіки боргового фінансування. Слід зазначити, що у міжнародному контексті Україна не є винятком із загального правила, і дослідники виявляють переважно негативний вплив боргових потоків на економічне зростання у довгостроковому періоді<sup>177</sup>.

<sup>177</sup> *Reisen H. Which Types of Capital Inflows Foster Developing Country Growth? / H. Reisen, M. Soto // International Finance. – 2001. – Vol. 4, № 1. – P. 1–14.*

Таким чином, збільшення дефіциту бюджету і нарощування державного боргу позитивно впливають на економічну динаміку в короткостроковому періоді, проте у довгостроковому періоді фундаментальні економічні показники країни погіршуються. Основними каналами негативного впливу експансійної фіскальної політики виступають підвищення рівня реальних процентних ставок і зростання рівня податкових вилучень або ж зменшення видатків держави на суспільні послуги, що деформує економічні пропорції та знижує динаміку економічного розвитку. Крім того, значний обсяг державного боргу звужує потенціал застосування антициклічної бюджетно-податкової політики і посилює вразливість державних фінансів до впливу зовнішніх шоків. Високий рівень боргового навантаження збільшує також потреби уряду в рефінансуванні поточних боргових зобов'язань і підвищує ступінь вразливості до ринкових ризиків (зокрема, збільшує потенційно негативний вплив шоків процентних ставок).

З використанням методів імітаційного моделювання та регресійно-кореляційного аналізу на основі квартальних статистичних даних України за 2007–2012 рр. було розроблено економіко-математичну модель, яка допомагає оцінювати вплив політики державних запозичень і рівня боргового навантаження на економічний розвиток України. Першою складовою цієї моделі стало рівняння темпів зростання реального ВВП в Україні.

Регресійно-кореляційний аналіз детермінант зростання реального ВВП в Україні засвідчив, що в умовах України найвагомішими факторами впливу є:

- темпи приросту валового нагромадження основного капіталу (інвестиційна діяльність є основою для обсягів зростання виробництва товарів і послуг);
- темпи приросту грошової маси M2 (як показник зміни ліквідності банківської системи і доступності банківських кредитів для підприємств);
- баланс зовнішньої торгівлі товарами (як показник рівня зовнішнього попиту на вітчизняну продукцію і ступеня конкуренції з боку імпортних товарів на внутрішньому ринку);
- обсяг валового зовнішнього боргу відносно ВВП (як індикатор наявності «боргового нависання» в економіці та обтяжливості зовнішньоборгових виплат для суб'єктів національної економіки).

Таблиця 3.15

**Матриця коефіцієнтів парної кореляції темпів зростання  
реального ВВП**

	GDP_GROW	OK_RAT	REOK_CUM_CH(-2)	TB_COMOD	GROSS_ED
GDP_GROW	1	0,94	-0,53	-0,45	-0,51
OK_RAT	0,94	1	-0,41	-0,56	-0,59
REOK_CUM_CH(-2)	-0,53	-0,41	1	0,15	-0,29
TB_COMOD	-0,45	-0,56	0,15	1	0,30
GROSS_ED	-0,51	-0,59	-0,29	0,30	1

Складено автором.

Коефіцієнти парної кореляції вказаних змінних із змінною темпів зростання реального ВВП наведені у табл. 3.15.

Для оцінки впливу пояснюючих змінних на динаміку реального ВВП України було розроблено таку регресійну модель:

$$GDP\_GROW = 0,33 \cdot OK\_RAT + 0,0006 \cdot TB\_COMOD\_US + 3,47, \quad (3.3)$$

де *GDP\_GROW* – темп зростання реального ВВП, % до відповідного кварталу попереднього року; *OK\_RAT* – темп зростання валового нагромадження основного капіталу, % до відповідного кварталу попереднього року; *TB\_COMOD\_US* – баланс зовнішньої торгівлі товарами, млн дол. США за квартал.

Коефіцієнти регресійної моделі є своєрідними «ефектами впливу», які дають змогу оцінити величину приросту реального ВВП при зміні показників пояснюючих змінних на одиницю. Так, наслідком прискорення темпів валового нагромадження основного капіталу на 1 % є зростання реального ВВП на 0,33 %. А збільшення позитивного сальдо зовнішньої торгівлі товарами на 1 млрд дол., внаслідок підвищення національної конкурентоспроможності, стає чинником зростання реального ВВП на 0,6 %.

Статистичні критерії та оцінки моделі (3.3) наведено у табл. 3.18.

У регресійному рівнянні (3.3) не фігурують змінні обсягу державного боргу чи боргових трансфертів, проте, має місце опосередкований вплив зазначених змінних на динаміку реального ВВП. Так, нетто-трансферти ресурсів за внутрішнім державним боргом є фактором, що пояснює динаміку валового нагромадження основного капіталу. А сальдо фінансового рахунку платіжного балансу (складовою якого є залучення

зовнішніх позик урядом і погашення зовнішнього державного боргу) є детермінантою реального обмінного курсу гривні, який, у свою чергу, впливає на величину балансу зовнішньої торгівлі товарами.

Дані табл. 3.15 засвідчують наявність доволі щільного кореляційного зв'язку між темпами зростання реального ВВП в Україні і обсягом валового зовнішнього боргу (*GROSS\_ED*). Коефіцієнт парної кореляції зазначених показників становить  $-0,51$ . Тобто підвищення розміру зовнішньоторгового навантаження має одним із своїх наслідків уповільнення темпів зростання реального ВВП.

Для оцінки кількісних взаємозв'язків між зростанням реального ВВП і розміром зовнішньоторгового навантаження, зростанням інвестицій в основний капітал і зміною обмінного курсу гривні було специфіковано таку регресійну модель:

$$\begin{aligned} GDP\_GROW = & 0,24 \cdot OK\_RAT - 0,09 \cdot GROSS\_ED - \\ & - 0,32 \cdot REOK\_CUM\_CH(-2) + 6,32 + 0,997 \cdot MA(1), \end{aligned} \quad (3.4)$$

де *GROSS\_ED* – валовий зовнішній борг України, % до ВВП станом на кінець кварталу; *REOK\_CUM\_CH(-2)* – кумулятивна зміна індексу реального ефективного обмінного курсу гривні відносно кінця 2006 р., % з лагом у 2 квартали; *MA(1)* – компонент ковзного середнього 1-го порядку.

Статистичні критерії та оцінки моделі (3.4) наведено у табл. 3.18.

Коефіцієнт змінної *GROSS\_ED* вказує на те, що підвищення розміру валового зовнішнього боргу України на величину, еквівалентну 1 % ВВП, у середньостроковому періоді має своїм наслідком зниження темпів зростання реального ВВП на 0,09 %. Тобто в умовах України справджується концепція «боргового нависання», відповідно до якої негативний вплив високого боргу на економічне зростання реалізується через стримування інвестиційної діяльності, посилення макроекономічної нестабільності і вразливості до фінансових криз, вилучення ресурсів із сфер внутрішнього споживання та інвестування.

На наступному етапі дослідження оцінимо ефекти впливу позичкових операцій на інвестиційний процес в Україні. При проведенні регресійно-кореляційного аналізу чинників валового нагромадження основного капіталу з'ясовано, що найбільш вагомий вплив на його динаміку справляють:

– чистий фінансовий результат підприємств України (*PROFIT\_GDP*);

- темпи приросту строкових депозитів у банках України (DEPOS\_RAT\_VP);
- нетто-трансфери за внутрішньоборговими операціями уряду з лагом у 1 квартал (N\_DOMTR\_GDP(-1)).

Змінна нетто-трансфертів за внутрішньоборговими операціями уряду була задіяна у процесі економіко-математичного моделювання для підтвердження дії «ефекту витіснення», який в економіці України виявляється таким чином:

- 1) залучаючи вільні позичкові кошти для фінансування дефіциту державного бюджету, держава позбавляє виробничі підприємства ресурсів, які могли б бути інвестовані у виробництво;
- 2) розширення державного запозичення призводить до зростання відсоткових ставок на ринку державних цінних паперів. Це зумовлює підвищення ставок на інших сегментах фінансового ринку, в тому числі й кредитному. Кредитні ресурси стають менш доступними для позичальників, і рівень інвестиційної активності знижується.

Коефіцієнти парної кореляції вказаних змінних із змінною темпів валового нагромадження основного капіталу наведені у табл. 3.16.

Коефіцієнт парної кореляції темпів валового нагромадження основного капіталу і нетто-трансфертів за внутрішньоборговими операціями держави з лагом у 1 квартал становить  $-0,56$ . Тобто активізація внутрішніх державних позик і формування (збільшення) позитивного сальдо за внутрішньоборговими операціями держави стає чинником уповільнення інвестиційної діяльності в економіці України. Дані рис. 3.17 вказують на збіг періодів активного нагромадження основного капіталу і помірного залучення внутрішніх державних позик, а також періодів різкого нарощування державних позик і падіння нагромадження основного капіталу.

Таблиця 3.16

**Матриця коефіцієнтів парної кореляції темпів  
валового нагромадження основного капіталу**

	OK_RAT	PROFIT_GDP	DEPOS_RAT_VP	N_DOMTR_GDP(-1)
OK_RAT	1	0,52	0,69	-0,56
PROFIT_GDP	0,52	1	0,35	-0,01
DEPOS_RAT_VP	0,69	0,35	1	-0,59
N_DOMTR_GDP(-1)	-0,56	-0,01	-0,59	1

Складено автором.

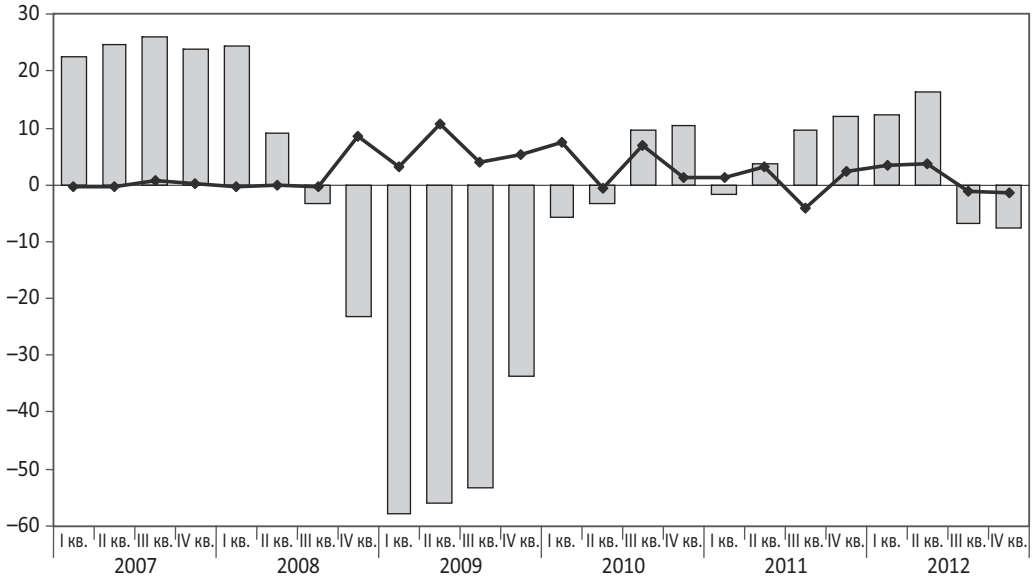


Рис. 3.17. Темпи валового нагромадження основного капіталу (% до відповідного періоду попереднього року) і нетто-трансферти за внутрішньоборговими операціями уряду, % ВВП

Джерело: оцінки авторів.

За результатами кореляційного аналізу було специфіковано таку регресійну модель:

$$OK\_RAT = 0,31 \cdot PROFIT\_GDP + 0,51 \cdot DEPOS\_RAT\_VP - 1,90 \cdot N\_DOMTR\_GDP(-1) - 12,39 + 0,997 \cdot MA(1), \quad (3.5)$$

де  $OK\_RAT$  – темпи приросту валового нагромадження основного капіталу, % до відповідного кварталу попереднього року;  $PROFIT\_GDP$  – чистий фінансовий результат підприємств, % до ВВП;  $DEPOS\_RAT\_VP$  – темпи приросту строкових депозитів у банках України, % до відповідного кварталу попереднього року;  $N\_DOMTR\_GDP(-1)$  – нетто-трансферти за внутрішньоборговими операціями уряду (внутрішні позики, з урахуванням ОВДП на рекапіталізацію, мінус витрати на погашення і обслуговування внутрішнього боргу) з лагом у 1 квартал, % до ВВП.

Статистичні критерії та оцінки моделі (3.5) наведено у табл. 3.18.

Коефіцієнти моделі (3.5) дають підставу стверджувати, що збільшення нетто-трансфертів за внутрішньоборговими операціями уряду на 1 % ВВП призводить до скорочення темпів валового нагромадження капіталу на 1,9 %.

З теорії відомо, що внутрішні державні запозичення впливають на рівень інвестиційної діяльності та економічної активності через спрямування запозичених коштів на інвестиційні потреби (позитивний вплив) та витіснення банківських кредитів підприємствам (негативний вплив). Тому залежною змінною для наступної регресійної моделі було обрано темп приросту банківських кредитів резидентам України, а незалежними змінними темпи приросту грошової маси М2 (коефіцієнт парної кореляції становить 0,65) і валові запозичення уряду.

Коефіцієнт парної кореляції валових державних запозичень і темпів приросту банківських кредитів дорівнює  $-0,46$ . Тобто інтенсифікація державних запозичень спричиняє уповільнення кредитного процесу. Дані рис. 3.18 вказують на те, що періоди активного кредитування суб'єктів

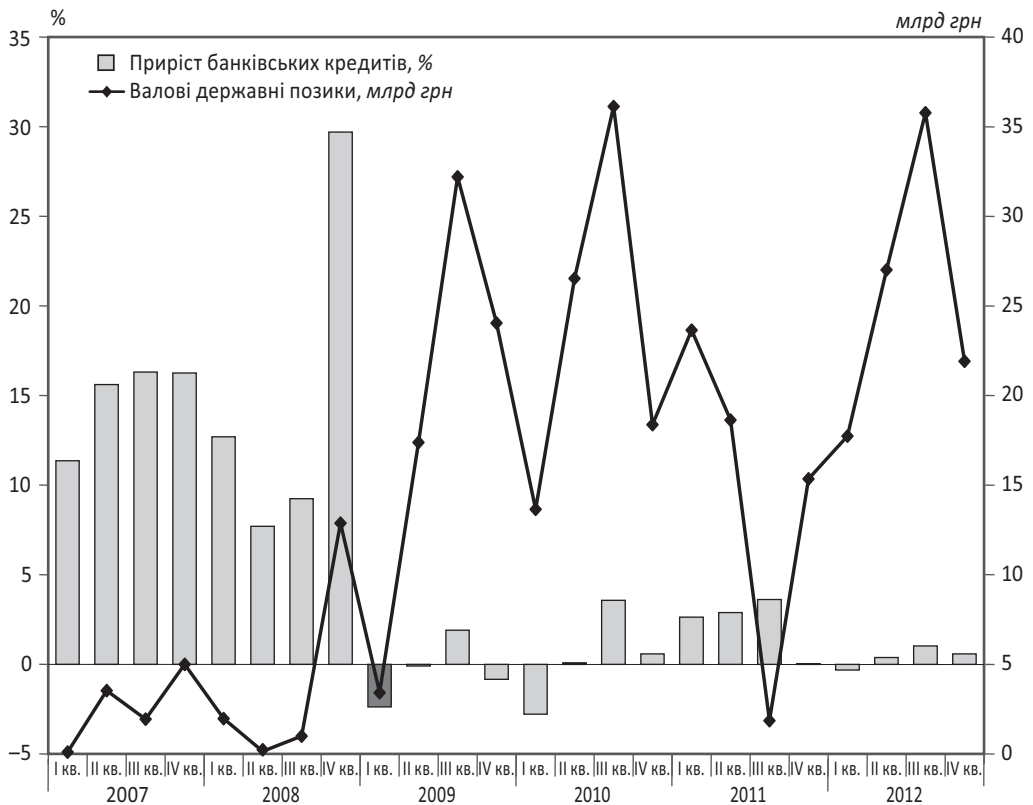


Рис. 3.18. Темп приросту банківських кредитів резидентам і валові державні позики

Складено автором.



господарювання банками збігалися з періодами помірного залучення позик державою, а з другої половини 2009 р. обсяги державних запозичень стрімко збільшилися, тоді як темпи приросту банківських кредитів коливалися близько нульової позначки.

Серед досліджуваних макроекономічних змінних найвищий ступінь кореляційного зв'язку з темпами приросту банківських кредитів продемонстрували такі змінні:

- темпи приросту грошової маси М2 в обігу за квартал (M2\_RAT);
- темпи приросту строкових депозитів у банках України за квартал (DEPOS\_RAT);
- темпи приросту реального ВВП з лагом у один квартал (REAL\_GDP\_1);
- спред «EMBI+ Україна» з лагом у 1 квартал (SPREAD\_EV1);
- валові запозичення уряду (без ОВДП на рекапіталізацію) за квартал (G\_BOR\_TOT).

Коефіцієнти парної кореляції вказаних змінних із залежною змінною наведені у табл. 3.17.

Таблиця 3.17

**Матриця коефіцієнтів парної кореляції темпів приросту банківських кредитів резидентам**

	CRED_RAT_T	REAL_GDP1	SPREAD_EV1	G_BOR_TOT	M2_RAT	DEPOS_RAT
CRED_RAT_T	1	0,46	-0,49	-0,46	0,65	0,56
REAL_GDP_1	0,46	1	-0,84	-0,34	0,56	0,61
SPREAD_EV1	-0,49	-0,84	1	0,24	-0,69	-0,80
G_BOR_TOT	-0,46	-0,34	0,24	1	-0,20	-0,10
M2_RAT	0,65	0,56	-0,69	-0,20	1	0,91
DEPOS_RAT	0,56	0,61	-0,80	-0,10	0,91	1

Складено автором.

Взаємозв'язок змінних REAL\_GDP\_1 і SPREAD\_EV1 із залежною змінною можна пояснити таким чином: зростання реального ВВП збільшує попит на банківські кредити і підвищує ступінь кредитоспроможності позичальників, а підвищення спредів за борговими зобов'язаннями України на міжнародних ринках свідчить про зростання ризиків кредитування резидентів цієї країни, у тому числі й банківських позичальників. Однак, незважаючи на прийнятні значення коефіцієнтів парної кореляції змінних REAL\_GDP\_1 і SPREAD\_EV1 із залежною змінною,

включення до моделей банківських кредитів вказаних незалежних змінних давало незадовільні результати. Т-статистики таких змінних мали низькі значення, або ж знаки коефіцієнтів моделі приймали зворотні значення. Тому у процесі вибору адекватних пояснюючих змінних для банківських кредитів змінні реального ВВП і спредів за зовнішньоборговими зобов'язаннями України було виключено.

При побудові регресійних моделей банківських кредитів їхня адекватність оцінювалася за критеріями R<sup>2</sup>, Т-статистики, F-статистики, Дарбіна-Уотсона та ін. Серед розроблених моделей було обрано таку:

$$CRED\_RAT\_T = 0,79 \cdot M2\_RAT - 0,9 \cdot G\_BOR\_GDP(-1) + 6,07, \quad (3.6)$$

де *CRED\_RAT\_T* – темпи приросту банківських кредитів за квартал, %; *M2\_RAT* – темпи приросту грошової маси М2 в обігу за квартал, %; *G\_BOR\_GDP(-1)* – валові запозичення уряду з лагом у 1 квартал, % *квартального ВВП*.

Статистичні критерії та оцінки моделі (3.6) наведено у табл. 3.18.

Коефіцієнт боргової змінної моделі (3.6) вказує на те, що залучення державних позик у сумі, яка еквівалентна 1 % ВВП, внаслідок дії ефекту витіснення, призводить до зменшення темпів приросту кредитного портфеля банків на 0,9 %.

Статистичні критерії регресійних рівнянь (3.3)–(3.6) підсумовано у табл. 3.18.

На наступному етапі дослідження оцінювалися ефекти впливу зовнішніх державних запозичень і боргового навантаження на динаміку реального обмінного курсу гривні. Залежними змінними було обрано кумулятивну зміну індексу реального ефективного обмінного курсу (РЕОК) гривні за даними МВФ (% до грудня 2006 р.) і кумулятивну зміну індексу реального обмінного курсу (РОК) гривні до долара США (% до грудня 2006 р.).

Під час проведення регресійно-кореляційного аналізу встановлено, що на динаміку РЕОК гривні найвагоміший вплив справляють:

- абсолютний обсяг ВВП за квартал у цінах 2007 р. (*GDP\_R\_2007*);
- процентна ставка за банківськими кредитами в іноземній валюті резидентам України (*INTER\_CR\_US*);
- обсяг державного і гарантованого державою боргу відносно ВВП (*PDEBT\_GDP*);
- сальдо фінансового рахунку платіжного балансу за квартал (*FIN\_ACCOUNT*).

Таблиця 3.18

**Статистичні критерії регресійних рівнянь (3.3)–(3.6)**

№ з/п	Статистичні критерії	Рівняння (3.3) зростання реального ВВП	Рівняння (3.4) зростання реального ВВП	Рівняння (3.5) валового на- громадження основного капіталу	Рівняння (3.6) приросту банківських кредитів
1	Коефіцієнт детермінації	0,9037	0,9616	0,8445	0,6011
2	Скоригований коефіцієнт детермінації	0,8945	0,9530	0,8099	0,5612
3	Стандартна похибка регресії	2,7270	1,8042	11,128	5,3111
4	F-статистика	98,542	112,564	24,433	15,068
5	Ймовірність (F-стат.)	0,0000	0,0000	0,0000	0,0001
6	Стандартне відхилення залежної змінної	8,3972	8,3236	25,522	8,0175
7	Критерій Акаїке	4,9608	4,2078	7,8464	6,2986
8	Критерій Дарбіна – Уотсона	1,3209	1,9606	1,4432	1,9237

Складено автором.

Як відомо, залучення зовнішніх державних позик і погашення зовнішнього державного боргу відображається у фінансовому рахунку платіжного балансу за операціями сектору загального державного управління, а тому зовнішні запозичення держави чи виконання урядом зовнішньоторгових зобов'язань, змінюючи співвідношення між надходженнями і виплатами за фінансовим рахунком, впливають і на поведінку обмінного курсу гривні.

Коефіцієнти парної кореляції зазначених змінних із змінною РЕОК гривні наведені у табл. 3.19.

Таблиця 3.19

**Матриця коефіцієнтів парної кореляції реального ефективного обмінного курсу гривні**

	REOK_CUM_CH	GDP_R_2007	INTER_CR_US	PDEBT_GDP	FIN_ACONT
REOK_CUM_CH	1	0,45	0,57	-0,77	0,42
GDP_R_2007	0,45	1	0,17	-0,25	0,38
INTER_CR_US	0,57	0,17	1	-0,65	-0,18
PDEBT_GDP	-0,77	-0,25	-0,65	1	-0,13
FIN_ACONT	0,42	0,38	-0,18	-0,13	1

Складено автором.

Коефіцієнт парної кореляції кумулятивної зміни індексу РЕОК гривні і розміру державного і гарантованого державою боргу відносно ВВП становить  $-0,77$ , тобто між цими показниками є тісний кореляційний зв'язок. Такий вплив може пояснюватися як реакцією суб'єктів фінансового ринку на зростання боргового тягаря (підвищенням їхнього попиту на іноземну валюту), так і збільшенням негативного сальдо чистих зовнішніх активів резидентів України при зростанні зовнішньоборгового навантаження, що відповідно до теоретичних положень є фактором знецінення національної валюти<sup>178</sup>.

Згідно з концепцією платіжного балансу, негативне сальдо платіжного балансу чинить тиск у бік зниження курсу національної валюти, оскільки резиденти країни для виконання своїх зобов'язань перед зовнішнім світом висуває додатковий попит на іноземну валюту. А позитивне сальдо платіжного балансу сприяє зміцненню курсу національної валюти, оскільки збільшується пропозиція іноземної валюти на внутрішньому ринку. Ця концепція може застосовуватися і стосовно сальдо фінансового рахунку, адже останнім часом рух міжнародних капіталів і зміни процентних ставок почали справляти вагомий вплив на динаміку валютних курсів.

Емпіричне дослідження для економіки України підтвердило наявність суттєвого кореляційного зв'язку між динамікою РЕОК гривні і сальдо фінансового рахунку платіжного балансу. Коефіцієнт парної кореляції вказаних змінних становить  $0,42$ . З огляду на те, що зовнішньоборгові операції держави є вагомою складовою фінансового рахунку платіжного балансу, такі операції (як і зовнішньоборгові операції корпоративних позичальників) впливають на динаміку РЕОК гривні. Графічне зображення на рис. 3.19 підтверджує наявність прямого взаємозв'язку між динамікою обмінного курсу і динамікою фінансового рахунку платіжного балансу.

З урахуванням встановлених зв'язків запропоновано модель кумулятивної зміни індексу реального ефективного обмінного курсу гривні, незалежними змінними якої виступають обсяги ВВП у зіставних цінах, процентні ставки за банківськими валютними кредитами, відносний розмір державного і гарантованого державою боргу та сальдо фінансового рахунку платіжного балансу.

<sup>178</sup> Lane P. The External Wealth of Nations: Measures of Foreign Assets and Liabilities for Industrial and Developing Countries / P. Lane, G. Milesi-Ferretti // Journal of International Economics. – 2001. – Vol. 55. – P. 263–294.

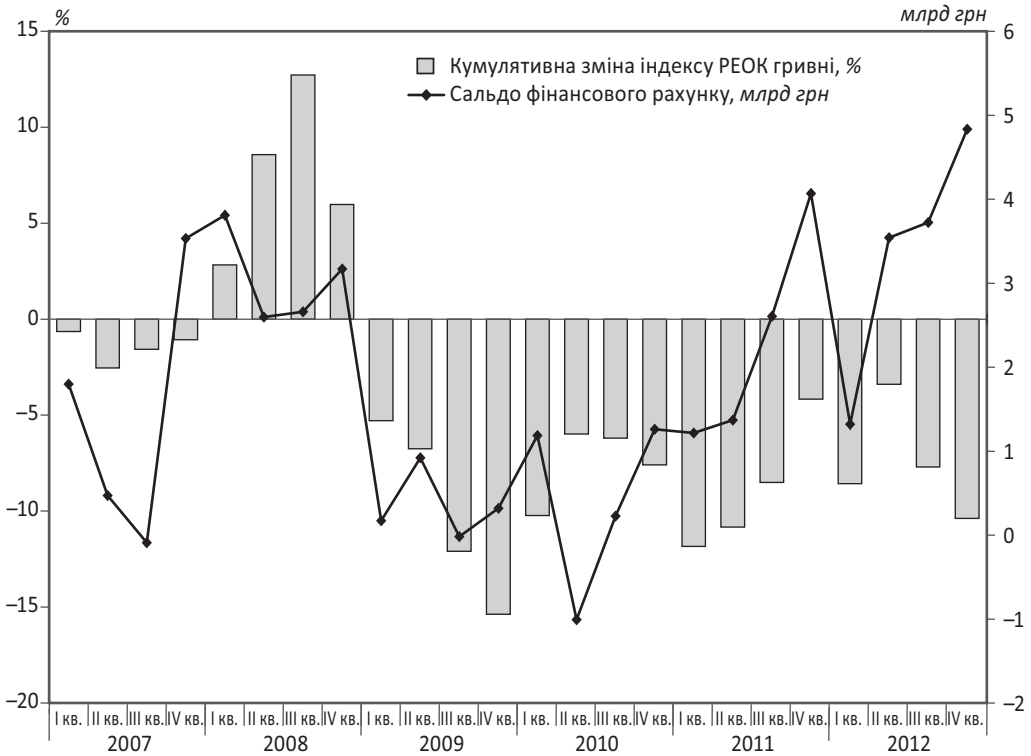


Рис. 3.19. Кумулятивна зміна індексу РЕОК гривні і сальдо фінансового рахунку

Складено автором.

Розроблена економетрична модель має вигляд:

$$REOK\_CUM\_CH = 0,00007 \cdot GDP\_R\_2007 + 1,81 \cdot INTER\_CR\_US - 0,31 \cdot PDEBT\_GDP + 0,0008 \cdot FIN\_ACOUNT - 30,03 + 0,96 \cdot MA(1), \quad (3.7)$$

де  $REOK\_CUM\_CH$  – зміна індексу РЕОК гривні, % до грудня 2006 р.;  $GDP\_R\_2007$  – обсяг реального ВВП у цінах 2007 р., млн грн;  $INTER\_CR\_US$  – процентна ставка за банківськими кредитами в іноземній валюті резидентам України, % річних;  $PDEBT\_GDP$  – рівень державного і гарантованого державою боргу відносно ВВП, %;  $FIN\_ACOUNT$  – сальдо фінансового рахунку платіжного балансу, млн дол. США.

Відповідно до розробленої моделі факторами ревальвації РЕОК гривні є зростання ВВП в Україні, підвищення процентних ставок за доларовими кредитами і профіцит фінансового рахунку платіжного балан-

су, а збільшення розміру державного боргу є вагомим фактором девальвації РЕОК. Вплив обсягів ВВП на динаміку РЕОК гривні може пояснюватися дією «ефекту Балассі-Самуельсона», згідно з яким підвищення продуктивності праці у національній економіці виливається у зміцнення національної валюти. Зростання процентних ставок за валютними кредитами може свідчити про проведення жорсткої монетарної політики або зниження ліквідності банківських установ, що, як правило, зумовлює зміцнення валютного курсу гривні.

Статистичні критерії та оцінки моделі (3.7) наведено у табл. 3.23. За розробленою моделлю РЕОК гривні підраховано, що зростання відносного розміру державного боргу на 1 % ВВП у середньостроковому періоді стає причиною девальвації РЕОК гривні на 0,31 %, а збільшення позитивного сальдо фінансового рахунку на 1 млрд дол. США спричиняє ревальвацію РЕОК гривні на 0,82 %.

У процесі дослідження для оцінки впливу боргових операцій на динаміку обмінного курсу було використано ще одну залежну змінну – кумулятивну зміну індексу РОК гривні до долара США. Саме вказана залежна змінна надалі буде використовуватися для моделювання зовнішньоторговельного балансу України. За результатами регресійно-кореляційного аналізу факторами впливу на динаміку РОК гривні є:

- сальдо фінансового рахунку платіжного балансу (коефіцієнт парної кореляції становить  $-0,61$ );
- експорт товарів і послуг (коефіцієнт парної кореляції –  $-0,90$ );
- спред суверенних облігацій України на міжнародних ринках як показник крайніх ризиків і девальваційних очікувань (коефіцієнт кореляції –  $0,35$ ).

На основі оцінених взаємозв'язків розроблено модель зміни РОК гривні до долара США:

$$ROK\_US\_CH = -0,001 \cdot FIN\_ACOUNT - 1,83 \cdot EXPORT\_US + 0,25 \cdot EMBI\_F + 18,45, \quad (3.8)$$

де  $ROK\_US\_CH$  – зміна індексу РОК гривні до долара, % до грудня 2006 р.;  $EXPORT\_US$  – експорт товарів і послуг за квартал, млн дол. США;  $EMBI\_F$  – спред «EMBI+ Україна» станом на кінець кварталу, %.

Статистичні критерії та оцінки моделі (3.8), представлені у табл. 3.23, підтверджують її адекватність. Відповідно до розробленої моделі факторами ревальвації РОК гривні є профіцит фінансового рахунку платіжного балансу та збільшення експорту товарів і послуг. Зменшення обсягу

експорту, зведення фінансового рахунку з дефіцитом та підвищення зовнішніх спредів є факторами знецінення гривні відносно долара США. Оцінені коефіцієнти таких змінних вказують на те, що збільшення позитивного сальдо фінансового рахунку на 1 млрд дол. США (у тому числі зовнішніх нетто-запозичень уряду) спричиняється до ревальвації РОК гривні до долара на 1,1 %.

Залежними змінними на наступному етапі дослідження було обрано сальдо торгівлі товарами і сальдо поточного рахунку платіжного балансу. За результатами регресійно-кореляційного аналізу встановлено, що на динаміку зазначених показників вагомий вплив справляють:

- реальні кінцеві споживчі витрати домогосподарств у цінах 2006 р. (*CONS\_R\_HH*);
- темп приросту валового нагромадження основного капіталу (*OK\_RAT*);
- кумулятивна зміна індексу РОК гривні до дол. США (*ROK\_US\_CH*).

Коефіцієнти парної кореляції зазначених змінних із змінними торговельного балансу (*TB\_COMOD\_US*) і балансу поточного рахунку платіжного балансу (*CA\_BAL\_US*) наведені у табл. 3.20.

Таблиця 3.20

**Матриця коефіцієнтів парної кореляції дефіцитів торговельного балансу і поточного рахунку**

	CA_BAL_US	TB_COMOD_US	CONS_R_HH	OK_RAT	ROK_USCH1
CA_BAL_US	1	0,93	-0,76	-0,66	0,78
TB_COMOD_US	0,93	1	-0,80	-0,55	0,84
CONS_R_HH	-0,76	-0,80	1	0,59	-0,79
OK_RAT	-0,66	-0,55	0,59	1	-0,45
ROK_US_CH1	0,78	0,84	-0,79	-0,45	1

Складено автором.

Коефіцієнт парної кореляції змінної РОК гривні до дол. США і змінної торговельного балансу дорівнює 0,84, а кореляції РОК гривні і змінної балансу поточного рахунку становить 0,78. Тобто девальвація РОК гривні є чинником збільшення позитивного сальдо торговельного балансу або ж скорочення його негативного сальдо. Девальвація призводить також до зменшення дефіциту поточного рахунку платіжного балансу. Взаємозв'язок вказаних рядів даних відображено на рис. 3.20.

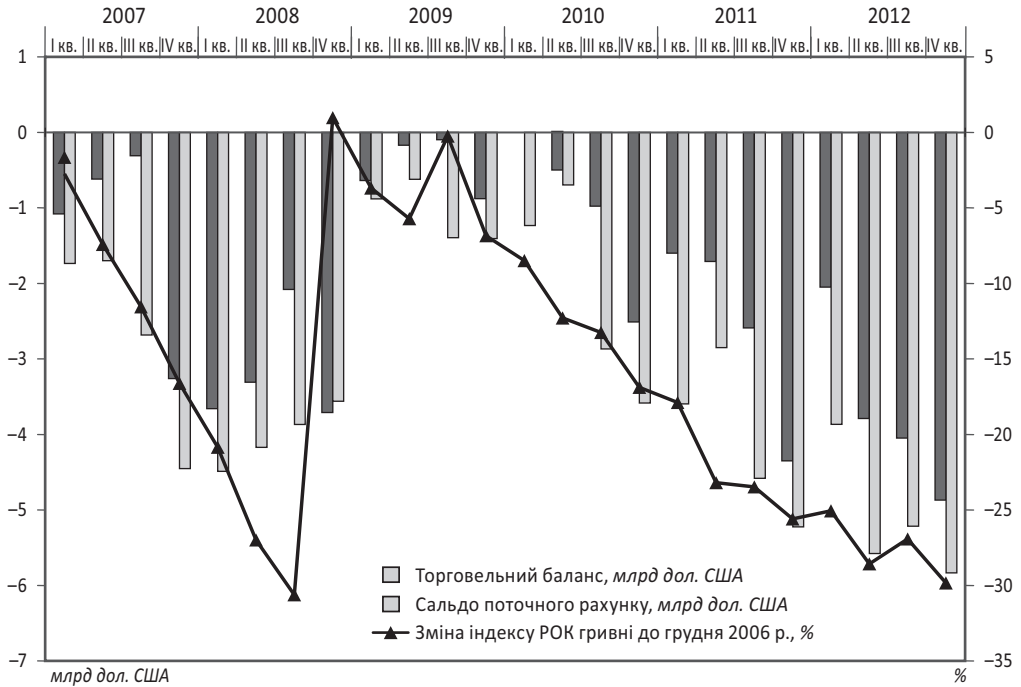


Рис. 3.20. Зміна індексу РОК гривні до долара США, сальдо торгівлі товарами і сальдо поточного рахунку

Складено автором.

Результати кореляційного аналізу створили підґрунтя для моделювання торговельного балансу України. На основі встановлених взаємозв'язків було запропоновано таку регресійну модель:

$$TB\_COMOD\_US = -80,96 \cdot CONS\_R\_HH - 14,73 \cdot OK\_RAT + 67,1 \cdot ROK\_US\_CH(-1) + 5457,7, \quad (3.9)$$

де  $TB\_COMOD\_US$  – сальдо торгівлі товарами, *млн дол. США*;  $CONS\_R\_HH$  – реальні кінцеві споживчі витрати домогосподарств у цінах 2006 р., *млрд грн*;  $OK\_RAT$  – темпи приросту валового нагромадження основного капіталу, % до відповідного кварталу попереднього року;  $ROK\_US\_CH(-1)$  – зміна індексу РОК гривні до долара США відносно грудня 2006 р. з лагом у 1 квартал, %.

Статистичні критерії та оцінки моделі (3.9) наведено у табл. 3.23.

Оцінені коефіцієнти незалежних змінних дають можливість обчислити кількісні ефекти їхнього впливу на динаміку залежної змінної. Так,



наслідком девальвації (підвищення) РОК гривні до долара США на 1 % є зменшення негативного сальдо торгівлі товарами на 67,1 млн дол. США у наступному кварталі.

Як було доведено вище, зниження чи підвищення РОК гривні впливає не лише на сальдо торгівлі товарами, а й на сальдо поточного рахунку платіжного балансу. Коефіцієнт парної кореляції змінної РОК гривні до долара США і змінної сальдо поточного рахунку становить 0,78. На основі встановлених взаємозв'язків було запропоновано таку регресійну модель:

$$CA\_BAL\_US = -159,7 \cdot CONS\_R\_HH + 35,5 \cdot ROK\_US\_CH(-1) + 13683 - 0,78 \cdot AR(2), \quad (3.10)$$

де  $CA\_BAL\_US$  – сальдо поточного рахунку платіжного балансу, млн дол. США;  $AR(2)$  – компонент авторегресії II порядку.

Статистичні критерії моделі (3.10) підтверджують її адекватність (табл. 3.23). Оцінені коефіцієнти незалежних змінних вказують на те, що реальна девальвація гривні до долара США на 1 % має своїм наслідком зменшення дефіциту поточного рахунку на 35,5 млн дол. США у наступному кварталі.

Зростання державного боргу чинить підвищувальний тиск на рівень процентних ставок і здорожує вартість державних запозичень. Основним каналом, за яким збільшення державного боргу впливає на довгострокові процентні ставки, є канал національних заощаджень. У стандартній неокласичній моделі бюджетний дефіцит викликає зниження рівня внутрішніх заощаджень і зростання сукупного попиту<sup>179</sup>. Виникає надлишкова пропозиція державних цінних паперів, що призводить до зростання рівня реальних процентних ставок.

Учені погоджуються з тим, що зростання державного боргу відносно ВВП призводить до зниження довіри до уряду і підвищує ризикову премію. Великий розмір дефіциту бюджету і державного боргу, особливо в поєднанні з невизначеністю щодо темпів економічного розвитку, може викликати сумніви стосовно платоспроможності уряду. Такі сумніви і оцінки визначатимуть підвищення премій за кредитні ризики й зростання дохідності державних облігацій.

Залежними змінними на наступному етапі дослідження обрано середньозважену процентну ставку за ОВДП та рівень спреду «EMBI+ Україна» станом на кінець кварталу. За результатами регресійно-коре-

<sup>179</sup> *Elmendorf D. W. Government Debt / D. W. Elmendorf, N. G. Mankiw // NBER Working Paper. – 1998. – № 6470.*

ляційного аналізу встановлено, що на динаміку спреду ( $EMBI\_F$ ) вагомих вплив справляють:

- темп зростання реального ВВП ( $GDP\_GROW$ );
- обсяг державного і гарантованого державою боргу відносно ВВП ( $PDEBT\_GDP$ );
- «апетит до ризиків» міжнародних інвесторів, оцінка МВФ за 10-бальною шкалою ( $RISK\_APET$ ).

Коефіцієнти парної кореляції незалежних змінних і спреду за облігаціями зовнішньої державної позики України наведені у табл. 3.21.

Таблиця 3.21

**Матриця коефіцієнтів парної кореляції спреду «EMBI+ Україна»**

	$EMBI\_F$	$PDEBT\_GDP$	$GDP\_GROW$	$RISK\_APET$
$EMBI\_F$	1	0,34	-0,73	-0,73
$PDEBT\_GDP$	0,34	1	-0,15	0,20
$GDP\_GROW$	-0,73	-0,15	1	0,59
$RISK\_APET$	-0,73	0,20	0,59	1

Складено автором.

На основі встановлених взаємозв'язків запропоновано таку регресійну модель:

$$EMBI\_F = 0,14 \cdot PDEBT\_GDP - 0,26 \cdot GDP\_GROW - 3,26 \cdot RISK\_APET + 17,47 - 0,99 \cdot MA(2), \quad (3.11)$$

де  $EMBI\_F$  – спред «EMBI+ Україна», % станом на кінець кварталу;  $PDEBT\_GDP$  – обсяг державного і гарантованого державою боргу відносно ВВП, % на кінець кварталу;  $GDP\_GROW$  – темп зростання реального ВВП, % до відповідного кварталу попереднього року;  $RISK\_APET$  – «апетит до ризиків» міжнародних інвесторів, оцінка МВФ за 10-бальною шкалою.

Статистичні критерії та оцінки моделі (3.11) наведено у табл. 3.23. Оцінені коефіцієнти незалежних змінних моделі (3.11) дозволяють підрахувати: підвищення обсягу державного боргу відносно ВВП на 1 в. п. має своїм наслідком збільшення спреду «EMBI+ Україна» на 0,14 в. п.

На наступному етапі дослідження було ідентифіковано фактори впливу на рівень процентних ставок за ОВДП. З використанням інструмента-

рію регресійно-кореляційного аналізу встановлено, що на динаміку середньозваженої процентної ставки за ОВДП вагомий вплив справляють:

- темпи приросту строкових депозитів у банках України (DEPOS\_RAT);
- обсяг державного і гарантованого державою боргу відносно ВВП (PDEBT\_GDP);
- різниця процентних ставок для депозитів у національній та іноземній валютах як показник валютних ризиків (INT\_DIF\_DEP);
- різниця темпів інфляції поточного і попереднього року як показник інфляційних ризиків (PRICE\_DIL).

Коефіцієнти парної кореляції незалежних змінних і середньозваженої процентної ставки за ОВДП наведені у табл. 3.22.

Таблиця 3.22

### Матриця коефіцієнтів парної кореляції процентної ставки за ОВДП

	OVDP_RAT	DEPOS_RAT	PDEBT_GDP	INT_DIF_DEP	PRICE_DIL
OVDP_RAT	1	-0,55	0,34	0,62	0,64
DEPOS_RAT	-0,55	1	-0,20	-0,32	-0,49
PDEBT_GDP	0,34	-0,20	1	0,59	-0,14
INT_DIF_DEP	0,62	-0,32	0,59	1	0,20
PRICE_DIL	0,64	-0,49	-0,14	0,20	1

Складено автором.

З урахуванням отриманих результатів було специфіковано таку регресійну модель:

$$OVDP\_RAT = -0,08 \cdot DEPOS\_RAT + 0,12 \cdot PDEBT\_GDP + 0,45 \cdot INT\_DIF\_DEP + 0,95 \cdot PRICE\_DIL + 0,996 \cdot MA(1), \quad (3.12)$$

де  $OVDP\_RAT$  – середньозважена процентна ставка за ОВДП за квартал, % річних.

Статистичні критерії та оцінки моделі (3.12) наведено у табл. 3.23. Оцінені коефіцієнти моделі (3.12) дали можливість встановити: збільшення обсягу державного боргу відносно ВВП на 1 в. п. має своїм наслідком підвищення середньозваженої процентної ставки за ОВДП на 0,12 в. п.

Таким чином, на основі поєднання методів регресійно-кореляційного аналізу та сценарного моделювання розроблено цілісну економіко-математичну модель, яка дає змогу оцінювати вплив боргової політики

Таблиця 3.23

## Статистичні критерії регресійних рівнянь (3.7)–(3.12)

№ з/п	Статистичні критерії	Рівняння (3.7) РЕОК гривні	Рівняння (3.8) РОК гривні до долара США	Рівняння (3.9) сальдо торгівлі товарами	Рівняння (3.10) сальдо поточного рахунку	Рівняння (3.11) спреу «ЕМВІ+ Україна»	Рівняння (3.12) процентної ставки за ОВДП
1	Коефіцієнт детермінації	0,8832	0,8444	0,8639	0,9012	0,8599	0,8725
2	Скоригований коефіцієнт детермінації	0,8507	0,8211	0,8435	0,8848	0,8319	0,8470
3	Стандартна похибка регресії	2,6376	4,2639	647,65	549,676	2,7457	1,7672
4	F-статистика	27,216	36,189	42,308	54,752	30,684	–
5	Ймовірність (F-статистики)	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	–
6	Стандартне відхилення залежної змінної	6,8269	10,081	1636,9	1619,3	6,6959	4,5178
7	Критерій Акаїке	4,9899	5,8892	15,936	15,619	5,0348	4,1535
8	Критерій Дарбіна – Уотсона	1,2890	1,9934	1,7635	2,0434	1,6518	4,3973

Складено автором.

на стан економіки і фінансової системи України. Запропонована модель складається з 10 регресійних рівнянь:

- (1)  $GDP\_GROW\_V1 = 0,33 \cdot OK\_RAT + 0,0006 \cdot TB\_COMOD\_US + 3,47;$
- (2)  $GDP\_GROW\_V2 = 0,24 \cdot OK\_RAT - 0,32 \cdot REOK\_CUM\_CH(-2) - 0,09 \cdot GROSS\_ED + 6,32 + 0,997 \cdot MA(1);$
- (3)  $OK\_RAT = 0,31 \cdot PROFIT\_GDP + 0,51 \cdot DEPOS\_RAT\_VP - 1,9 \cdot N\_DOMTR\_GDP(-1) - 12,39 + 0,997 \cdot MA(1);$
- (4)  $CRED\_RAT\_T = 0,79 \cdot M2\_RAT - 0,90 \cdot G\_BOR\_GDP(-1) + 6,07;$
- (5)  $REOK\_CUM\_CH = 0,00008 \cdot GDP\_R\_2007 + 1,81 \cdot INTER\_CR\_US - 0,31 \cdot PDEBT\_GDP + 0,0008 \cdot FIN\_ACOUNT - 30,03 + 0,96 \cdot MA(1);$
- (6)  $ROK\_US\_CH = -0,001 \cdot FIN\_ACOUNT - 1,83 \cdot EXPORT\_US + 0,25 \cdot EMBI\_F + 18,45;$
- (7)  $TB\_COMOD\_US = -80,96 \cdot CONS\_R\_HH - 14,73 \cdot OK\_RAT + 67,21 \cdot ROK\_US\_CH(-1) + 5457,7;$
- (8)  $CA\_BAL\_US = -159,7 \cdot CONS\_R\_HH + 35,5 \cdot ROK\_US\_CH(-1) + 13683 - 0,78 \cdot AR(2);$
- (9)  $EMBI\_F = 0,14 \cdot PDEBT\_GDP - 0,26 \cdot GDP\_GROW - 3,26 \cdot RISK\_APET + 17,47 - 0,997 \cdot MA(1);$
- (10)  $OVDP\_RAT = -0,08 \cdot DEPOS\_RAT + 0,12 \cdot PDEBT\_GDP + 0,45 \cdot INT\_DIF\_DEP + 0,95 \cdot PRICE\_DIL + 0,997 \cdot MA(1).$

На рис. 3.21 зображена структурно-логічна схема взаємозв'язків між змінними у рамках імітаційної економіко-математичної моделі.

Для практичної апробації розробленого модельного інструментарію нами було оцінено наслідки боргової політики України 2013 р. за базовим сценарієм та експериментальним сценарієм. У рамках базового сценарію до моделі вводилися фактичні значення екзогенних параметрів моделі (включаючи їх значення за чотири квартали 2012 р.) та оцінювалися ендогенні параметри моделі за даними 2007–2012 рр. У рамках експериментального сценарію фактичні значення екзогенних параметрів боргової політики 2012 р. замінювалися їх прогнозованими значеннями на 2013 р.

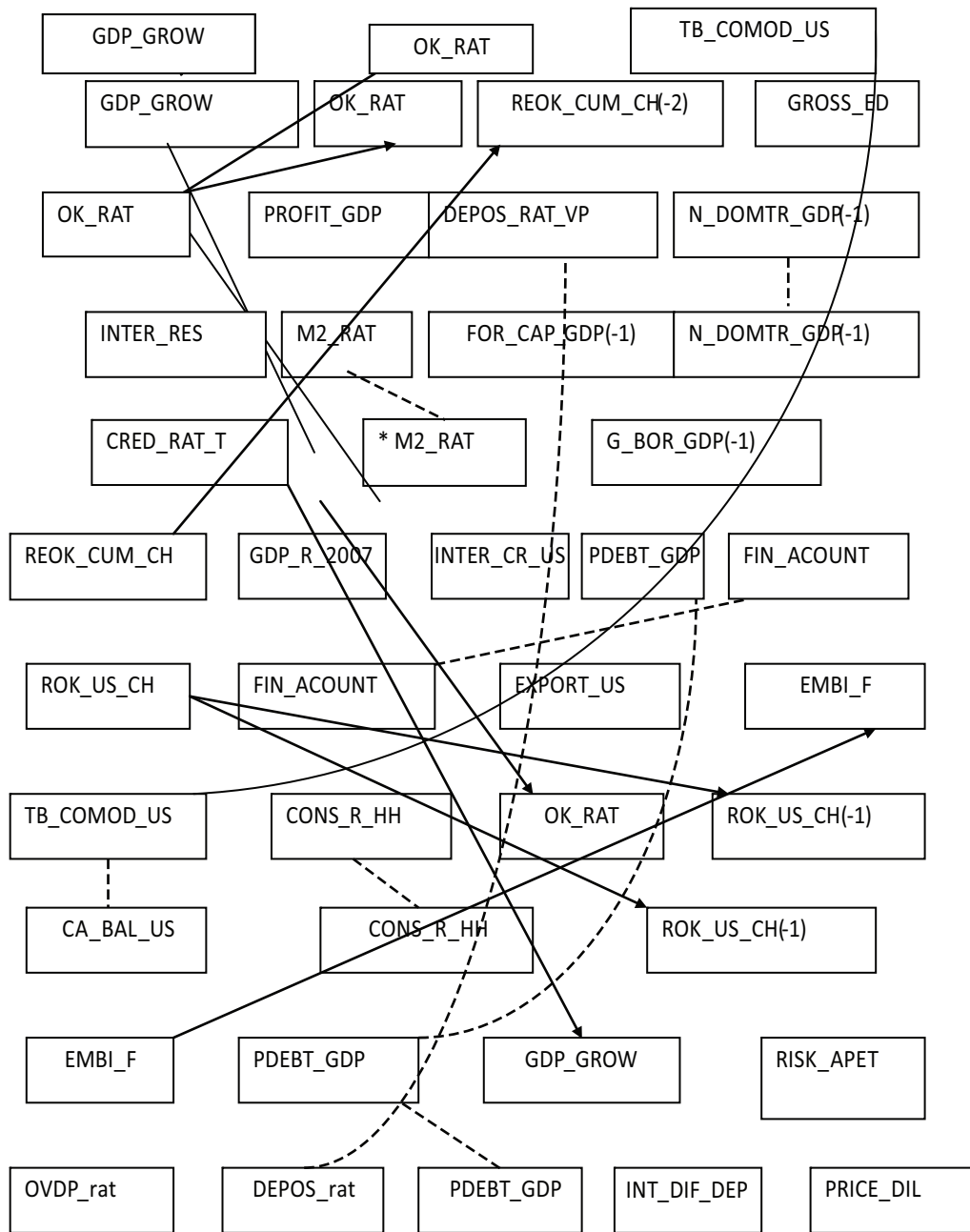


Рис. 3.21. Структурно-логічна схема взаємозв'язків між змінними у рамках імітаційної економіко-математичної моделі

Складено автором.

У процесі імітаційного моделювання за експериментальним сценарієм гіпотетично оцінювалися ендogenous параметри за допущення збільшення рівня боргового навантаження, чистих трансфертів за внутрішньо-борговими операціями уряду, чистих зовнішніх запозичень і валових державних запозичень, які передбачено бюджетом 2013 р. Надалі розрахункові значення вихідних параметрів моделі за експериментальним сценарієм порівнювалися з розрахунковими значеннями таких самих параметрів моделі за базовим сценарієм. Різниця значень вказаних параметрів за різними сценаріями дає оцінку наслідків зміни боргової політики у 2013 р., порівняно з 2012 р. (табл. 3.24).

Тобто, провівши розрахунки за розробленою імітаційною економіко-математичною моделлю, ми отримали збільшення чи зменшення ендogenous параметрів моделі, які обумовлені підвищенням рівня боргового навантаження і збільшенням державних запозичень у 2013 р. порівняно з 2012 р.

Таблиця 3.24

**Оцінка наслідків інтенсифікації державних запозичень у 2013 р.  
(різниця за експериментальним і базовим сценарієм, зміна  
параметрів моделі внаслідок збільшення державних запозичень  
чи приросту державного боргу)**

№ з/п	Залежні змінні моделі	Умовні позначення	Зміна параметру
1	Індекс реального ВВП, %	<i>GDP_GROW_V1</i>	-0,35
		<i>GDP_GROW_V2</i>	-0,44
2	Валове нагромадження основного капіталу, %	<i>OK_RAT</i>	-1,13
3	Темп приросту банківських кредитів, %	<i>CRED_RAT_T</i>	-1,96
4	Індекс РЕОК гривні, % до грудня 2006 р.	<i>REOK_CUM_CH</i>	-0,94
5	Індекс РОК гривні, грн за дол. США (- ревальвація), % до грудня 2006 р.	<i>ROK_US_CH</i>	-0,52
6	Баланс торгівлі товарами, млн дол. США	<i>TB_COMOD_US</i>	-30,16
7	Сальдо поточного рахунку платіжного балансу, млн дол. США	<i>CA_BAL_US</i>	-47,17
8	«ЕМВІ+ Україна» спред станом на кінець періоду, %	<i>EMBI_F</i>	0,16
9	Процентна ставка за ОВДП, % річних	<i>OVDP_RAT</i>	0,49

Складено автором.

Відповідно до проведених розрахунків отримано такі оцінки змін вихідних параметрів моделі у 2013 р., порівняно з 2012 р.:

- 1) реальний ВВП зменшиться на 0,44 в. п. внаслідок підвищення розміру зовнішнього державного боргу і ревальвації РЕОК гривні (яка, у свою чергу, стане наслідком збільшення профіциту фінансового рахунку платіжного балансу за операціями сектору державного управління);
- 2) темпи нагромадження основного капіталу зменшаться на 1,13 в. п. під впливом інтенсифікації внутрішніх державних запозичень і прояву «ефекту витіснення»;
- 3) темпи приросту кредитного портфеля банків уповільняться на 1,96 в. п. внаслідок активізації державних запозичень і витіснення кредитів підприємницькому сектору позиками банків уряду;
- 4) динаміка РЕОК гривні перебуватиме під впливом двох різноспрямованих тенденцій: збільшення розміру державного боргу (що чинитиме знижувальний тиск на курс гривні) і профіциту фінансового рахунку платіжного балансу, у результаті гривня дещо ревальвує – на 0,94 в. п.;
- 5) підвищення РОК гривні в умовах інтенсифікації зовнішніх державних запозичень матиме своїм наслідком збільшення негативного сальдо торгівлі товарами на 30,2 млн дол. США і негативного сальдо поточного рахунку платіжного балансу – на 47,2 млн дол. США;
- 6) спред «ЕМВІ+ Україна» внаслідок підвищення кредитних ризиків для інвесторів у державні цінні папери збільшиться на 0,16 в. п.;
- 7) приріст середньозваженої процентної ставки за ОВДП, зумовлений зростанням розміру боргового навантаження, становитиме 0,49 в. п.

Запропонована економіко-математична модель дає можливість також оцінити загальний вплив боргової політики 2013 р. – державних запозичень, боргових трансфертів і рівня боргового навантаження на ендогенні параметри моделі. Коефіцієнти незалежних змінних боргової політики, помножені на прогнозовані значення боргових показників у 2013 р., дадуть розрахункові значення зміни ендогенних параметрів моделі, обумовлені здійсненням державних запозичень та борговим навантаженням. На відміну від результатів моделювання, які наводилися вище, такі оцінки засвідчуватимуть загальний (сумарний) вплив боргових процесів на макроекономічні і фінансові показники України у



2013 р., незалежно від того, наскільки збільшилися чи зменшилися боргові параметри моделі, порівняно з 2012 р.

За коефіцієнтами моделі та прогнозованими значеннями боргових параметрів у 2013 р. оцінено їхній вплив на вихідні параметри моделі: зростання реального ВВП (GDP\_GROW), нагромадження основного капіталу (OK\_RAT), приріст кредитного портфеля банків (CRED\_RAT\_T), динаміку РЕОК і РОК гривні (REOK\_CUM\_CH і ROK\_US\_CH), сальдо торгівлі товарами та сальдо поточного рахунку (TB\_COMOD\_US і CA\_BAL\_US), спреди за облігаціями зовнішньої позики (EMBI\_F) і процентні ставки за ОВДП (OVDP\_RAT). Враховувалися також вторинні взаємозв'язки між змінними державного боргу / позик і ендегенними змінними, що в інших рівняннях моделі набували форму незалежних змінних (OK\_RAT, TB\_COMOD\_US, REOK\_CUM\_CH, EMBI\_F, ROK\_US\_CH(-1), GDP\_GROW). Результати імітаційного моделювання наведено у табл. 3.25.

Відповідно до проведених розрахунків боргова політика 2013 р. матиме такі кількісні ефекти для економіки України:

- темпи нагромадження основного капіталу зменшаться на 3,05 в. п. під впливом позитивних внутрішньоборгових трансфертів величиною 1,6 % ВВП, що вводитиме у дію «ефект витіснення» приватних інвестицій державними позиками;
- темпи приросту кредитного портфеля банків зменшаться на 7,12 в. п. внаслідок здійснення державних запозичень обсягом 7,95 % ВВП і витіснення кредитів підприємницькому сектору позиками банків уряду;
- реальний ВВП зменшиться на 5,02 в. п. внаслідок існування зовнішньоборгового навантаження (обсягом 78,2 % ВВП), зниження РЕОК гривні на 8,03 % і зменшення темпів нагромадження основного капіталу на 3,05 в. п.;
- за іншим рівнянням реальний ВВП зменшиться на 1,14 в. п. під дією уповільнення нагромадження основного капіталу на 3,05 в. п. і підвищення РОК гривні, викликаного позитивним сальдо фінансового рахунку за операціями сектору державного управління;
- реальний обмінний курс (РОК) гривні підвищиться на 4,1 в. п. внаслідок формування профіциту фінансового рахунку за операціями сектору державного управління обсягом 5060 млн дол. США;
- ревальвація РОК гривні під впливом зовнішніх державних запозичень на 4,1 в. п. матиме своїм наслідком збільшення негативного

Таблиця 3.25  
**Оцінка впливу боргової політики 2013 р. на макроекономічні і фінансові показники України, залежно від специфікації змінних моделі млн дол. США, % або в. п.**

№ рівняння	Залежна змінна моделі	Незалежна або боргова змінна моделі	Значення незалежної змінної у 2013 р.	Коефіцієнти рівнянь (3.3)–(3.12)	Вплив боргової змінної на залежну	Сумарний вплив боргових змінних
(1)	GDP_GROW	OK_RAT	-3,05	0,330	-1,01	-1,14
(1)	GDP_GROW	TB_COMOD_US	-229,7	0,0006	-0,14	
(2)	GDP_GROW	GROSS_ED	78,2	-0,088	-6,88	
(2)	GDP_GROW	REOK_CUM_CH	-8,03	-0,323	2,59	-5,02
(2)	GDP_GROW	OK_RAT	-3,05	0,241	-0,74	
(3)	OK_RAT	N_DOMTR_GDP(-1)	1,60	-1,903	-3,05	-3,05
(4)	CRED_RAT_T	G_BOR_GDP(-1)	7,95	-0,896	-7,12	-7,12
(5)	REOK_CUM_CH	PDEBT_GDP	39,35	-0,307	-12,08	-8,03
(5)	REOK_CUM_CH	FIN_ACCOUNT	5060	0,0008	4,05	
(6)	ROK_US_CH	FIN_ACCOUNT	5060	-0,0011	-5,57	-4,10
(6)	ROK_US_CH	EMBI_F	5,76	0,255	1,47	
(7)	TB_COMOD_US	ROK_US_CH(-1)	-4,10	67,05	-274,67	-229,73
(7)	TB_COMOD_US	OK_RAT	-3,05	-14,73	44,94	
(8)	CA_BAL_US	ROK_US_CH(-1)	-4,10	35,50	-145,43	-145,43
(9)	EMBI_F	PDEBT_GDP	39,35	0,139	5,47	5,76
(9)	EMBI_F	GDP_GROW	-1,14	-0,257	0,29	
(10)	OVDP_RAT	PDEBT_GDP	39,35	0,118	4,64	4,64

Складено автором.

- сальдо торгівлі товарами на 229,7 млн дол. США і негативного сальдо поточного рахунку платіжного балансу – на 145,4 млн дол.;
- спред «EMBI+ Україна», зумовлений уповільненням зростання реального ВВП на 1,14 в. п. та борговим навантаженням обсягом 39,35 % ВВП, сягне рівня 5,76 %;
  - у складі середньозваженої процентної ставки за ОВДП 4,64 в. п. припадатиме на кредитні ризики, зумовлені існуванням боргового навантаження обсягом 39,35 % ВВП.

Відповідно до наших розрахунків, плановане у 2013 р. нетто-залучення до державного бюджету позичкових коштів у сумі 54,46 млрд грн призвело до еквівалентного зростання зобов'язань з погашення основної суми державного боргу та до щорічного зростання видатків на обслуговування боргу в сумі близько 0,41 % ВВП, що зменшуватиме бюджетні ресурси на цю суму і вестиме до скорочення фінансування соціальних та економічних програм уряду протягом усього періоду користування позиками.

Розроблений модельний інструментарій дає можливість прорахувати макроекономічні і фінансові наслідки політики державних запозичень і може використовуватися для порівнянь і кількісних оцінок різних варіантів боргової політики держави, створюючи таким чином підґрунтя для прийняття виважених рішень у сфері державного управління економікою.

## ВИСНОВКИ ДО РОЗДІЛУ 3

За результатами ретроспективного аналізу особливостей формування державного боргу України з моменту набуття її незалежності виявлено основні чинники зростання державної заборгованості України: дефіцитність бюджету та наявність від'ємного сальдо рахунку поточних операцій, неефективне використання залучених коштів, недосконалість чинного законодавства, практика надання необґрунтованих державних гарантій, нерозвинутість внутрішнього ринку капіталів, слабка захищеність фінансової системи від впливу зовнішніх шоків.

На основі проведеного аналізу ретроспективи державних запозичень України, починаючи з 1992 р., можна виокремити три етапи формування фінансово-економічного механізму регулювання державного боргу:

- 1) *кризовий етап*: формування елементів механізму регулювання боргу, спрямування боргової політики на здійснення та обслуговування позик міжнародних фінансових організацій;
- 2) *етап становлення та розвитку*: формування та розвиток зв'язків між елементами механізму регулювання державного боргу; підпорядкованість функціонування елементів механізму регулювання поточним потребам у сфері державних видатків; спрямування боргової політики на короткострокову перспективу, розв'язання поточних проблем дефіцитності державного бюджету; початок становлення інфраструктури, початок вироблення стратегічного підходу у сфері державних запозичень;
- 3) *етап удосконалення*: етап майбутнього, перспективного розвитку подій, що передбачає: становлення зв'язків між елементами механізму регулювання боргу та складовими фінансової системи; координацію операцій на ринках внутрішніх та зовнішніх боргових зобов'язань; вироблення процедур управління ризиками, пов'язаними зі структурою державного боргу.

До 2013 р. Україна перебувала на третьому з наведених етапів, водночас деякі завдання другого етапу залишилися до кінця не виконаними (насамперед становлення інфраструктури). Окремі елементи механізму управління державним боргом функціонують автономно, не забезпечується їхнє гармонійне поєднання для досягнення стратегічних цілей розвитку. Реалізація певних заходів відбувається у відповідь на поточні потреби у сфері державних фінансів, а управління державним боргом України, незважаючи на ухвалення Середньострокової стратегії управ-

ління державним боргом, зосереджено переважно на вирішенні короткострокових завдань бюджетної політики.

Аналіз зарубіжної практики й тенденцій у застосуванні державних гарантій задля розширення доступу до кредиту підприємств реального сектору економіки дає змогу виокремити чотири основні проблеми, які можна вирішити: циклічно обумовлена недоступність банківського кредиту; незадовільний фінансовий стан окремих підприємств, які мають стратегічне значення для економіки; низька кредитоспроможність та недоступність банківських кредитів для МСП та високі інвестиційні ризики великих проектів, насамперед інфраструктурних. Для мінімізації потенційних ризиків для державних фінансів, що виникають у процесі діяльності з надання гарантій підприємствам, застосовуються принципи:

- 1) чіткого визначення та законодавчого закріплення пропорцій розподілу ризиків між державою та кредитором у частині боргового фінансування підприємства, відповідно до яких держава бере на себе від 75 до 80 % кредитних ризиків;
- 2) обов'язкової участі підприємства власними коштами у фінансуванні інвестиційних проектів у розмірах, зазвичай не менше 50 % вартості основного та оборотного капіталу;
- 3) мінімізації обсягів та обмеження обставин, за яких може надаватися селективна фінансова підтримка окремим діючим підприємствам;
- 4) пріоритетності надання гарантій підприємствам, які є "локомотивами" економічного розвитку (інфраструктурні проекти, енергетика, інноваційні малі та середні підприємства), а не задля підтримки нежиттєздатних діючих підприємств.

Застосування цих принципів дає змогу мінімізувати потенційні ризики для державних фінансів за рахунок забезпечення низьких рівнів вірогідності дефолту, диверсифікації та структурної збалансованості державного портфеля кредитних гарантій, у якому переважають самоокупні перспективні проекти, націлені на майбутнє (*forward-looking*).

Потенційні ризики для державних фінансів у разі надання державних гарантій зумовлюються вкрай слабким концептуальним каркасом державної політики у цій сфері, відсутністю норм, які б унеможливили свідоме перекладення на державу надмірних кредитних ризиків, та сприятливими умовами для просування «своїх», наближених до влади підприємств. Усі вади селективної державної фінансової підтримки, які існують взагалі, є натеper імплементованими в українське законодав-

ство і численні «порядки» та «положення» щодо контролю за ризиками, які унеможливають такий контроль.

На сьогодні немає концептуального каркасу, який би визначав порядок надання державних гарантій і був закріплений законом. Склалася практика, відповідно до якої щорічно у Законах про державний бюджет за Кабінетом Міністрів України закріплюється обов'язок встановити порядок залучення кредитів (позик) під державні гарантії. Доцільно було концептуальний каркас надання державних гарантій визначити Законом України «Про залучення кредитів (позик) під державні гарантії».

Політика державних запозичень і обслуговування державного боргу відіграє важливу роль у системі макрофінансових регуляторів економічного розвитку. Така політика впливає на стан грошово-кредитної сфери через зміну обсягів грошової маси і рівня процентних ставок в економіці. Залучення зовнішніх позик державою і обслуговування зовнішнього боргу впливають на динаміку валютного курсу та траєкторію валютних надходжень до національної економіки, що відповідно відображається на показниках платіжного балансу країни.

Загалом за ефективного використання державним запозиченням можуть бути властиві такі позитивні макроекономічні ефекти:

- прискорення темпів зростання національного доходу країни за рахунок додаткових інвестицій, не забезпечених внутрішніми заощадженнями;
- стабілізація рівня споживання внаслідок здійснення більших витрат, ніж вироблений національний дохід;
- активізація внутрішнього попиту за рахунок державних видатків, фінансованих позиками;
- забезпечення справедливості між поколіннями і розтягування фінансових витрат у часі при створенні суспільних благ довготривалого користування.

Однак на практиці залучення державних позик має позитивні економічні наслідки здебільшого лише у короткостроковому періоді, а у довгостроковому періоді проявляються негативні наслідки державного боргу, пов'язані з непродуктивним використанням запозичених коштів і недотриманням безпечних розмірів боргового навантаження.

У довгостроковому періоді позитивна роль державних позик реалізується лише у разі, коли дохідність програм і проектів, в які інвестуються запозичені кошти, перевищує рівень процентних ставок за позиками. За таких умов активізація інвестиційної діяльності, досягнення

позитивних структурних зрушень у економіці і підвищення якості людського капіталу виконують роль важелів піднесення рівня економічної активності і підвищення рівня внутрішніх доходів.

Якщо ж уряди спрямовують запозичені кошти на споживчі цілі або фінансують за їхній рахунок збиткові капіталовкладення, то позитивний вплив позичкового фінансування реалізується лише на етапі нетто-залучення позик (у короткостроковому періоді). Початкові позитивні імпульси, які виникають від надходження в економіку додаткових ресурсів, згодом нівелюються зростаючими витратами на обслуговування боргу. Вилучення ресурсів з метою обслуговування раніше накопичених боргів виступає чинником звуження фіскального простору і пригнічення економічної діяльності у довгостроковому періоді.

В Україні щорічні темпи приросту номінального ВВП і номінальних доходів зведеного бюджету в період 2006–2012 рр. у середньому становили 16,6 і 17,1 % відповідно. Водночас середньорічні темпи приросту прямого державного боргу за цей період дорівнювали 27 %, а темпи приросту прямого і гарантованого державою боргу – 26,3 %. Загалом за 2006–2012 рр. сумарний темп приросту прямого і гарантованого державою боргу становив 560 %, а сумарний темп приросту номінального ВВП – 219 %, доходів зведеного бюджету – 232 %.

Тобто стрімке збільшення державного боргу в Україні не забезпечувало адекватного приросту ВВП чи доходів бюджету, що дає можливість говорити про невисоку ефективність використання запозичених коштів. Слід зазначити, що у міжнародному контексті Україна не є винятком із загального правила, і дослідники виявляють переважно негативний вплив боргових потоків на економічне зростання у довгостроковому періоді.

Таким чином, збільшення дефіциту бюджету і нарощування державного боргу позитивно впливають на економічну динаміку в короткостроковому періоді, проте у довгостроковому періоді фундаментальні економічні показники країни погіршуються. Основними каналами негативного впливу експансійної фіскальної політики виступають підвищення рівня реальних процентних ставок і зростання рівня податкових вилучень, що деформують економічні пропорції та знижують динамізм економічного розвитку.

У процесі залучення державою позичкових коштів особливої актуальності набувають і проблеми дотримання безпечних розмірів боргового навантаження. Високий рівень державного боргу негативно впливає на макрофінансову стабільність і має ряд негативних економічних

наслідків. Теорія та практика державного кредиту свідчить про те, що надмірне залучення позик державою породжує загрози для макроекономічної стабільності через зростання вразливості національної фінансової системи до дії зовнішніх шоків. При накопиченні значних обсягів заборгованості підвищуються кредитні й валютні ризики позичкових операцій, а також зростає вразливість до ризиків рефінансування боргу, що підвищує ймовірність розгортання руйнівних фінансових криз.

Події 2008–2009 рр. засвідчили, що економіки країн з високим ступенем боргової залежності найбільше постраждали від проявів світової фінансової кризи. Крім того, глобальна фінансова криза продемонструвала: для того щоб отримати належний простір для застосування стимулюючих заходів у період економічних негараздів, уряд повинен мати достатньо низький рівень державного боргу в докризовий період.

За результатами теоретичного узагальнення наслідків державних запозичень і державного боргу основними критеріями для проведення оцінки впливу боргової політики на економічний розвиток було обрано такі:

- ефективність використання запозичених коштів;
- рівень державного боргу України й досягнення критичних рівнів боргового навантаження;
- наявність взаємозв'язків між обсягом державного боргу/сумами державних запозичень та основними індикаторами розвитку економіки та фінансової системи України.

Економіко-математичну модель було розроблено з використанням методів статистичних порівнянь, імітаційного моделювання та регресійно-кореляційного аналізу на основі квартальних даних України за 2007–2013 рр. Імітаційна економіко-математична модель дає змогу в оперативному режимі проводити оцінювання наслідків боргової політики України і складається із таких частин:

- 1) регресійні рівняння темпів економічного зростання;
- 2) регресійні рівняння темпів нагромадження основного капіталу;
- 3) рівняння процентних ставок за банківськими кредитами;
- 4) рівняння приросту кредитного портфеля банків;
- 5) регресійне рівняння динаміки реального обмінного курсу;
- 6) рівняння динаміки реального ефективного обмінного курсу;
- 7) регресійне рівняння сальдо торговельного балансу;
- 8) регресійне рівняння сальдо поточного рахунку платіжного балансу;
- 9) рівняння вартості зовнішніх державних запозичень для уряду;
- 10) рівняння відсоткової ставки за ОВДП на первинному ринку.



Регресійно-кореляційний аналіз детермінант зростання реального ВВП засвідчив, що в умовах України найбільш вагомими факторами впливу є:

- темпи приросту валового нагромадження основного капіталу;
- темпи приросту грошової маси М2 (як показник зміни ліквідності банківської системи і доступності кредитів для підприємств);
- баланс зовнішньої торгівлі товарами (як показник рівня зовнішнього попиту на вітчизняну продукцію і ступеня конкуренції з боку імпортованих товарів на внутрішньому ринку);
- обсяг валового зовнішнього боргу відносно ВВП (як індикатор наявності «боргового нависання» в економіці та обтяжливості зовнішньоборгових виплат для суб'єктів національної економіки).

На основі розробленої регресійної моделі було визначено, що наслідком прискорення темпів валового нагромадження основного капіталу на 1 % є зростання реального ВВП на 0,33 %. А збільшення позитивного сальдо зовнішньої торгівлі товарами на 1 млрд дол. США, внаслідок підвищення національної конкурентоспроможності стає чинником зростання реального ВВП на 0,6 %. Коефіцієнт змінної валового зовнішнього боргу України засвідчив: підвищення розміру боргу на величину, еквівалентну 1 % ВВП, має своїм наслідком зниження темпів зростання реального ВВП на 0,09 %.

При проведенні регресійно-кореляційного аналізу чинників приросту валового нагромадження основного капіталу з'ясовано, що найбільш вагомий вплив на його динаміку справляють:

- чистий фінансовий результат підприємств України, % до ВВП;
- темпи приросту строкових депозитів у банках України, % до відповідного кварталу попереднього року;
- нетто-трансферти за внутрішньоборговими операціями уряду з лагом у 1 квартал, % до ВВП.

Коефіцієнт парної кореляції темпів валового нагромадження основного капіталу і нетто-трансфертів за внутрішньоборговими операціями держави з лагом у 1 квартал становить  $-0,56$ . Тобто активізація внутрішніх державних позик і збільшення сальдо за внутрішньоборговими операціями держави стає чинником уповільнення інвестиційної діяльності в економіці України. Розроблена регресійна модель темпів валового нагромадження основного капіталу дала можливість встановити, що збільшення нетто-трансфертів за внутрішньоборговими операціями

уряду на 1 % ВВП призводить до скорочення темпів валового нагромадження основного капіталу на 1,9 %.

На наступному етапі перевірялися кореляційні зв'язки між рівнем процентних ставок за гривневими кредитами та рядом макроекономічних і фінансових показників. З'ясувалося, що найвищий ступінь кореляційного зв'язку з процентними ставками демонструють такі змінні:

- темпи приросту грошової маси М2 в обігу за квартал, %;
- чисті зовнішні запозичення корпоративного сектору економіки у формі кредитів і боргових цінних паперів з лагом в один квартал, % ВВП за квартал;
- нетто-трансфери за внутрішньоборговими операціями уряду (внутрішні державні позики мінус витрати на погашення і обслуговування внутрішнього боргу), % до ВВП.

Коефіцієнти незалежних змінних розробленої моделі процентних ставок дають підставу стверджувати, що збільшення нетто-запозичень уряду на внутрішньому ринку на 1 % ВВП має своїм наслідком зростання процентних ставок за кредитами банків у національній валюті на 0,17 %.

Залежною змінною для наступної регресійної моделі було обрано темп приросту банківських кредитів резидентам України, а незалежними змінними темпи приросту грошової маси М2 за квартал і валові запозичення уряду в мільйонах гривень за квартал. Коефіцієнт парної кореляції валових державних запозичень і темпу приросту банківських кредитів становить  $-0,46$ . Тобто інтенсифікація державних запозичень спричиняється до уповільнення кредитного процесу.

Коефіцієнт боргової змінної моделі банківських кредитів указує на те, що залучення державних позик у сумі, яка еквівалентна 1 % ВВП, внаслідок дії ефекту витіснення призводить до зменшення темпів приросту кредитного портфеля банків на 0,9 %.

У рамках емпіричного дослідження оцінювалися також ефекти впливу зовнішніх державних запозичень і розміру боргового навантаження на динаміку реального обмінного курсу гривні. Встановлено, що на динаміку реального ефективного обмінного курсу найвагоміший вплив справляють:

- абсолютний обсяг ВВП за квартал у цінах 2007 р., *млн грн*;
- процентна ставка за банківськими кредитами в іноземній валюті резидентам України, % *річних*;
- обсяг державного і гарантованого державою боргу відносно ВВП, % *на кінець кварталу*;

– сальдо фінансового рахунку платіжного балансу, *млн дол. США за квартал*.

Коефіцієнт парної кореляції кумулятивної зміни індексу РЕОК гривні й розміру державного і гарантованого державою боргу відносно ВВП становить  $-0,77$ , тобто між цими показниками є тісний кореляційний зв'язок. Емпіричне дослідження підтвердило також наявність суттєвого кореляційного зв'язку між РЕОК гривні і сальдо фінансового рахунку платіжного балансу. Коефіцієнт парної кореляції цих змінних становить  $0,42$ .

За розробленою моделлю кумулятивної зміни індексу РЕОК гривні було підраховано, що зростання відносного розміру державного боргу на  $1\%$  ВВП у середньостроковому періоді стає причиною девальвації РЕОК гривні на  $0,31\%$ , а збільшення позитивного сальдо фінансового рахунку на  $1$  млрд дол. США спричиняється до ревальвації РЕОК гривні на  $0,82\%$ .

У процесі дослідження впливу боргових операцій уряду на динаміку обмінного курсу було використано ще одну залежну змінну – кумулятивну зміну індексу реального обмінного курсу гривні до долара США відносно грудня 2006 р. Оцінені коефіцієнти побудованої моделі вказують на те, що збільшення позитивного сальдо фінансового рахунку на  $1$  млрд дол. США спричиняється до ревальвації РОК гривні до долара на  $1,1\%$ .

Залежними змінними на наступному етапі дослідження було обрано сальдо торгівлі товарами і сальдо поточного рахунку платіжного балансу. За результатами регресійно-кореляційного аналізу встановлено, що на динаміку зазначених показників вагомий вплив справляють:

- кінцеві споживчі витрати домогосподарств у цінах 2006 р., *млрд грн за квартал*;
- темп приросту валового нагромадження основного капіталу, *% до відповідного кварталу попереднього року*;
- кумулятивна зміна індексу РОК гривні до дол. США, *% до грудня 2006 р.*

Коефіцієнт парної кореляції змінної РОК гривні до дол. США і змінної торговельного балансу дорівнює  $0,84$ , а кореляції РОК гривні і змінної балансу поточного рахунку становить  $0,78$ . Тобто девальвація РОК гривні є чинником збільшення позитивного сальдо торговельного балансу або скорочення його негативного сальдо. Девальвація призводить також до зменшення дефіциту поточного рахунку платіжного балансу.

Оцінені коефіцієнти змінних моделі торговельного балансу дають змогу зробити такий висновок: девальвація (підвищення) РОК гривні до долара США на 1 % призводить до зменшення негативного сальдо торгівлі товарами на 67,1 млн дол. США у наступному кварталі. Крім того, девальвація РОК гривні до долара США на 1 % має своїм наслідком зменшення дефіциту поточного рахунку на 35,5 млн дол. у наступному кварталі.

Детермінантами середньозваженої процентної ставки за ОВДП було визначено такі фактори:

- темпи приросту строкових депозитів у банках України, % до попереднього кварталу;
- обсяг державного і гарантованого державою боргу відносно ВВП, % на кінець кварталу;
- різниця процентних ставок для депозитів у національній та іноземній валютах як показник валютних ризиків, % річних;
- різниця темпів інфляції поточного і попереднього року як показник інфляційних ризиків, %.

На основі розробленої моделі середньозваженої процентної ставки за ОВДП отримано такі результати: збільшення обсягу державного боргу відносно ВВП на 1 в. п. має своїм наслідком підвищення середньозваженої відсоткової ставки за ОВДП на 0,12 в. п.

Таким чином, на основі поєднання методів регресійно-кореляційного аналізу та сценарного моделювання було розроблено економіко-математичну модель, яка дає можливість оцінювати вплив боргової політики на економічний розвиток та формування бюджету.

Відповідно до проведених розрахунків, боргова політика 2013 р. мала такі кількісні ефекти для економіки України:

- темпи нагромадження основного капіталу зменшили на 3,05 в. п. під впливом активних внутрішніх запозичень уряду і позитивних внутрішньоборгових трансфертів величиною 1,6 % ВВП, що приводило у дію «ефект витіснення» приватних інвестицій державними позиками;
- процентна ставка за кредитами банків резидентам України підвищилася на 0,28 в. п. у зв'язку з інтенсивним залученням внутрішніх державних позик і негативним впливом дефіциту бюджету на обсяг національних заощаджень;
- темпи приросту кредитного портфеля банків зменшили на 7,12 в. п., внаслідок здійснення державних запозичень обсягом 7,95 % ВВП

- і витіснення кредитів підприємницькому сектору позиками банків уряду;
- реальний ВВП зменшився на 1,14 в. п. внаслідок зниження темпів нагромадження основного капіталу на 3,05 в. п. (обумовленого дією «ефекту витіснення») та ревальвації РОК гривні, що викликано позитивним сальдо фінансового рахунку за операціями сектору державного управління (в сумі 5060 млн дол. США);
  - девальвація РЕОК гривні на 8,03 % стала результатом двох різноспрямованих тенденцій: існування тягаря державного боргу на рівні 39,35 % ВВП (що чинить девальваційний тиск) і профіциту фінансового рахунку за операціями сектора державного управління обсягом 5060 млн дол. США (що матиме ревальваційні наслідки);
  - реальний обмінний курс (РОК) гривні ревальвував на 4,1 в. п. внаслідок формування профіциту фінансового рахунку за операціями сектору державного управління обсягом 5060 млн дол. США;
  - ревальвація РОК гривні під впливом зовнішніх державних запозичень на 4,1 в. п. мала своїм наслідком збільшення негативного сальдо торгівлі товарами на 229,7 млн дол. США і негативного сальдо поточного рахунку платіжного балансу – на 145,4 млн дол. США;
  - спред «EMBI+ Україна», зумовлений уповільненням зростання реального ВВП на 1,14 в. п. та існуванням боргового навантаження обсягом 39,35 % ВВП, сягнув рівня 5,76 %;
  - у складі середньозваженої процентної ставки за ОВДП 4,64 в. п. припадало на кредитні ризики, зумовлені існуванням боргового навантаження обсягом 39,35 % ВВП.

# ОЦІНЮВАННЯ БОРГОВОЇ СТІЙКОСТІ ДЕРЖАВНИХ ФІНАНСІВ УКРАЇНИ НА 2014–2016 РОКИ

### 4.1. БОРГОВА СТІЙКІСТЬ ДЕРЖАВНИХ ФІНАНСІВ УКРАЇНИ: КРИТЕРІЇ ОЦІНЮВАННЯ ТА ОСОБЛИВОСТІ МЕТОДОЛОГІЇ

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.

Зростаюча нестабільність глобальних фінансових ринків, відсутність єдиного підходу та методики розрахунку боргових показників і прозорості в системах інформації щодо державної заборгованості ставлять під сумнів правильність критеріїв, котрі використовуються для оцінки безпечного рівня державного боргу.

Гарантування фінансової безпеки держави неможливо реалізувати без оцінки й аналізу боргової стійкості (*debt sustainability*), яка дає змогу забезпечити об'єктивність інформації та позитивно впливає на якість прийняття управлінських рішень у сфері державного боргу.

Світовий досвід показує, що оцінка ліквідності і платоспроможності держави характеризує стан державного боргу з позиції короткострокової перспективи, а оцінка боргової стійкості характеризує стабільність фінансової діяльності держави у сфері державних запозичень з позиції довгострокової перспективи. Показники ліквідності і платоспроможності держави характеризують здатність погашати і обслуговувати державні боргові зобов'язання перед зовнішніми та внутрішніми кредиторами.

Найважливішою передумовою підтримки зовнішньої платоспроможності країни традиційно розглядається наявність позитивного саль-

до розрахунків за зовнішньоторговельними операціями. Йдеться про те, що країна-позичальник спроможна генерувати чисті доходи від експорту в обсязі, достатньому для виконання зобов'язань щодо накопиченого зовнішнього боргу, а тому, в цілому, відповідає критерію платоспроможності, тобто зберігає здатність погашати та обслуговувати накопичений зовнішній борг. Проте за такого підходу готовність країни виконувати боргові зобов'язання перед міжнародними кредиторами і готовність самих кредиторів здійснювати подальше кредитування позичальника на попередніх умовах сприймається як належність, а це не завжди відповідає дійсності.

Поняття боргової стійкості, на відміну від поняття платоспроможності, крім здатності країни-позичальника виконувати реальні боргові зобов'язання, відображає ще й готовність країни платити, а кредиторів – продовжувати розпочате ними кредитування. Слід зазначити, що досягнення країнами-позичальниками стану боргової стійкості є основним критерієм, що визначає рішення, які приймає Паризький клуб кредиторів і міжнародні фінансові організації з метою врегулювання заборгованості суверенних дебіторів.

Боргову стійкість доцільно розглядати як якісну характеристику обсягу та структури державної заборгованості, за якої забезпечується здатність держави виконувати боргові зобов'язання і фінансувати поточні програми, не збільшуючи боргового навантаження на бюджет, за умов підтримання на достатньому рівні ліквідності і платоспроможності та відсутності необхідності вдаватися до списання чи реструктуризації державної заборгованості. На відміну від існуючих підходів, що розглядають таку дефініцію як поняття, тотожне платоспроможності, запропоноване визначення акцентує увагу на сукупності характеристик стійкого стану державного боргу.

Економічною думкою Заходу необхідність утримання співвідношення боргу і ВВП на постійному рівні або обмеження темпів його зростання для утримання боргової стійкості аргументується тим, що постійно зростаюча сума державного боргу невдовзі може досягти деякого ліміту, який сприйматиметься учасниками фондового ринку як поріг платоспроможності (ефект «боргового навісу» (англ.: *debt overhang*)). Тоді держава надалі не зможе обслуговувати наявні та залучати нові позики, що зрештою призведе до боргової кризи.

Відтак обсяг нагромадженого державного боргу є прийнятним (усталений іноземний термін – *sustainable debt*), коли держава за умови про-

ведення виваженої політики може обслуговувати цей борг таким чином, щоб співвідношення «борг / ВВП» було або стабільним, або скорочувалося. Навпаки, борг не буде прийнятним, коли навіть за умови ухвалення державою (урядом) комплексу необхідних заходів і з огляду на об'єктивні макроекономічні прогнози вказане співвідношення (а у низці випадків – співвідношення «борг / експорт») істотно зростатиме. Отже, це вказує на необхідність проведення реструктуризації боргу зі скороченням його розміру в термінах чистої поточної вартості (NPV).

В умовах, коли співвідношення борг / ВВП послідовно збільшується, реальні відсоткові ставки в країні зростатимуть. Уряд намагатиметься підвищити рівень оподаткування або вжити інших заходів для обслуговування боргового тягара. Однак такі заходи чинитимуть дестимулюючий вплив на економічне зростання. Темпи зростання спочатку уповільняться, а потім обсяг реального ВВП знижуватиметься, що, в свою чергу, сприятиме дедалі більшому зростанню коефіцієнта борг / ВВП.

Якщо темп зростання ВВП менший, ніж обсяг платежів за боргом (виражений у відсотках до ВВП), співвідношення борг/ВВП буде необмежено зростати<sup>180</sup>. Зміст і результативність управління державним боргом залежить від обґрунтованої системи показників, які характеризують його стійкість. На сьогодні актуальною залишається проблема відсутності чітких критеріїв і загальноприйнятої системи показників боргової стійкості, причому не тільки в Україні, але й у міжнародному масштабі.

МФВ розроблено нові підходи до оцінки боргової стійкості та боргової безпеки, відображені у документах: «Керівництво із статистики зовнішнього боргу МВФ» та «Записка персоналу з питань аналізу боргової стійкості у країнах, що мають доступ до ринку капіталів»<sup>181</sup>. Фахівцями МВФ запропоновано визначення та групування боргових показників залежно від стану заборгованості у різних секторах економіки, а також урахування показників платоспроможності та ліквідності держави (табл. 4.1)<sup>182</sup>.

<sup>180</sup> Якби темпи економічного зростання перевищували відсотки за державним боргом, то розгляд питання боргової стійкості втратив би сенс, оскільки уряд мав би усі умови для залучення нових позик щодо обслуговування боргу, не порушуючи боргову стійкість.

<sup>181</sup> Staff Guidance Note for Public Debt Sustainability Analysis in Market-Access Countries / International Monetary Fund. – 2013. – 9 May.

<sup>182</sup> External debt statistics: guide for compilers and users. – Washington, D.C. : International Monetary Fund, 2003. – 309 p.



Таблиця 4.1

**Показники оцінювання безпечного рівня зовнішнього боргу,  
рекомендовані МВФ**

№ з/п	Індикатор	Розрахунок та використання
<i>Індикатори платоспроможності</i>		
1	Покриття відсоткових платежів	Відношення відсоткових платежів до експорту показує рівень навантаження обслуговування зовнішнього боргу
2	Зовнішній борг до експорту	Використовується як трендовий індикатор, який прямо пов'язаний із платоспроможністю країни
3	Зовнішній борг до ВВП	Індикатор відношення боргу до ресурсної бази його покриття (як потенціал можливості збільшення обсягу експорту з метою підвищення платоспроможності)
4	Теперішня вартість боргу до експорту	Ключовий індикатор стійкості часто використовується щодо бідних країн з великим боргом (НІРС) для порівняння боргового навантаження з можливостями здійснювати платежі
5	Теперішня вартість боргу до доходів бюджету	Ключовий індикатор стійкості використовується в бідних країнах з великим боргом (НІРС) для порівняння боргового навантаження з ресурсами державних фінансів
6	Обслуговування боргу до експорту	Загальний індикатор платоспроможності та ліквідності
<i>Індикатори ліквідності</i>		
7	Міжнародні резерви до короткострокового боргу (показник А. Грінспена)	Найбільш важливий індикатор адекватності резервів в країнах із значним, але нестабільним доступом до ринку капіталу. Показник може використовуватися для прогнозування можливих криз ліквідності
<i>Індикатори заборгованості державного сектору</i>		
8	Відношення короткострокового боргу до загальної величини боргу	Відображає відносну залежність від короткострокового фінансування. Разом із показниками погашення дає змогу прогнозувати майбутні ризики непогашення
9	Обслуговування боргу державного сектору до експорту	Показник готовності до сплати та ризику неплатежу

10	Державний борг до ВВП чи податкових доходів	Індикатор платоспроможності державного сектору. Може визначатись як для державного, так і зовнішнього боргу
11	Середній строк погашення неконцесійного боргу (борг перед МФО)	Відображає середній термін зобов'язань держави перед міжнародними фінансовими організаціями
12	Частка боргу, номінованого в іноземній валюті, у загальній величині боргу	Індикатор впливу зміни обмінного курсу національної валюти на борг

Складено за даними МВФ.

Узагальнення світового досвіду дає змогу виокремити такі найважливіші методологічні підходи до оцінки боргової стійкості суверенної держави.

1. «Національний підхід»: співвідношення боргових параметрів країни (обсягу зовнішнього боргу, суми платежів щодо погашення і обслуговування зовнішнього боргу) з макроекономічними показниками країни (обсягом ВВП, експорту та золотовалютних резервів).
2. «Суверенний (бюджетний) підхід»: співвідношення боргових параметрів держави (обсягу державного зовнішнього боргу, суми платежів щодо погашення та обслуговування державного зовнішнього боргу) з показником, що характеризує стан державного бюджету (обсягом доходів державного бюджету).

З метою забезпечення коректності результатів дослідження (боргова стійкість держави / боргова стійкість суверена) вважаємо за необхідне чітко розмежувати поняття «національний» і «бюджетний» підходи.

3. Пріоритетне використання під час розрахунку боргових коефіцієнтів не номінальної суми боргу, а чистої поточної вартості (Net Present Value – NPV), що враховує графік погашення і вартість обслуговування боргових зобов'язань і таким чином точніше відображає рівень реального боргового навантаження на дебітора.

Це пов'язано з тим, що номінальне значення обсягу накопиченого боргу не відображає вартісних умов його обслуговування, відповідно, не дає реальної оцінки боргового тягаря боржника. В результаті можна отримати дезорієнтовані висновки про стан боргової стійкості країни-дебітора.

4. Орієнтир при проведенні аналізу стану боргової стійкості суверенного позичальника, підготовка та узагальнення висновків про можливість виникнення фінансової кризи, визначення необхідного дебітору розміру боргового полегшення, формування державної боргової політики згідно із загальноприйнятими у світовій практиці значеннями боргових показників, перевищення яких є реальною загрозою фінансовій безпеці позичальника.

При цьому критичні або порогові значення боргових коефіцієнтів не є жорстко встановленими рівнями, перевищення яких неминуче означає виникнення боргових проблем у країні-дебітора. Залежно від макроекономічних умов конкретного позичальника, цілей аналізу боргової стійкості, а також суб'єкта проведення аналізу (дебітора, кредитора, МФО) значення боргових коефіцієнтів, що визнаються як небезпечно високі, можуть коливатися в достатньо широкому діапазоні. Таким чином, широке використання у світовій практиці «порогових» значень боргових коефіцієнтів є достатньо умовним індикатором небезпечного стану державного боргу і дає змогу лише зорієнтуватися, яким буде безпечний рівень боргу для конкретної країни: чим далі фактичні рівні показників від цих значень, тим більше у країні потенціальних можливостей успішно виконувати зобов'язання щодо погашення та обслуговування накопиченого боргу перед зовнішніми кредиторами.

5. Комплексний аналіз: використання широкого спектра інформаційних даних про дебітора з метою формування боргової стратегії (аналіз сукупності боргових коефіцієнтів, облік їх фактичної і майбутньої динаміки, оцінка різних сценаріїв розвитку макроекономічної і боргової ситуації).

Важливим елементом розроблення ефективної боргової стратегії є аналіз кількісних параметрів державного боргу та оцінка боргової стійкості держави. Без проведення такої оцінки формування стратегічних цілей боргової політики держави та вироблення управлінських рішень буде позбавлене науково обґрунтованої основи.

Розмір державного боргу і його структура повинні створювати умови для гарантованого виконання урядом зобов'язань щодо його погашення й обслуговування, а також гарантовану можливість рефінансування боргу. Адже надмірне зростання державного боргу містить загрози для економічної безпеки країни, стабільності бюджетної системи і стійкості платіжного балансу.

Таблиця 4.2

**Порогові значення індикаторів стану боргової безпеки України**

№ з/п	Індикатор	Порогове значення
1	Відношення загального обсягу державного боргу до ВВП, %	Не більше 55
2	Відношення загального обсягу зовнішнього боргу до ВВП, %	Не більше 25
3	Рівень зовнішньої заборгованості на одну особу, дол. США	Не більше 200
4	Відношення державного зовнішнього боргу до річного експорту товарів і послуг, %	Не більше 70
5	Відношення відсоткових платежів з обслуговування зовнішнього боргу до річного експорту товарів і послуг, %	Не більше 12
6	Відношення обсягу сукупних платежів з обслуговування зовнішнього боргу до доходу державного бюджету, %	Не більше 20
7	Відношення обсягу внутрішнього боргу до ВВП, %	Не більше 30
8	Відношення обсягу сукупних платежів з обслуговування внутрішнього боргу до доходу державного бюджету, %	Не більше 25
9	Відношення заборгованості уряду за державними цінними паперами до ВВП, %	Не більше 30

Джерело: Методика розрахунку рівня економічної безпеки України : затв. наказом Міністерства економіки України від 02.03.2007 № 60 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.me.gov.ua/control/uk/publish> (втратив чинність відповідно до наказу Міністерства економічного розвитку і торгівлі України від 29.10.2013 № 1277).

Міністерством економічного розвитку і торгівлі України з метою ідентифікації загроз для боргової безпеки країни було визначено такий перелік боргових показників та їх граничних значень (табл. 4.2).

Боргові індикатори, які впливають на стан боргової стійкості, можуть досліджуватися в рамках трьох груп, а саме: індикатори платоспроможності, ліквідності та боргового навантаження на бюджет (табл. 4.3–4.5).

Показники ліквідності боргової позиції уряду, відображені у табл. 4.4, у цілому характеризують задовільний стан. Негативну динаміку демонструє показник відношення міжнародних резервів до короткострокового боргу (показник А. Грінспена). Упродовж 2011–2012 рр. значення цього індикатора постійно знижувалося внаслідок постійного зростання заборгованості та зниження рівня міжнародних резервів держави.

Щодо показників боргового навантаження на бюджет, то дані табл. 4.5 свідчать, що відношення заборгованості уряду за державними цінними паперами до ВВП у 2012 р. становило 17,9% при граничному значенні

Таблиця 4.3

**Динаміка показників платоспроможності України**

Індикатори боргової безпеки	Граничні значення		Фактичне значення в Україні			
	у світі	в Україні	2009	2010	2011	2012
Відношення загального обсягу державного боргу до ВВП, %	≤ 35–60	≤ 40	31,9	39,4	36,1	36,8
Відношення обсягу державного зовнішнього боргу до ВВП, %	–	≤ 25	21,37	25,25	26	21,9
Відношення державного зовнішнього боргу до експорту товарів і послуг, %	≤ 165	≤ 70	49,12	54,04	40,39	51,3
Відношення обсягу внутрішнього боргу до ВВП, %	–	≤ 30	11,51	14,41	15,34	18,3

Складено за даними Міністерства фінансів України та Національного банку України.

30%, що є позитивним результатом з огляду на те, що у 2010 р. цей показник становив 18,06%. Отже, характерним є незначне зменшення навантаження на бюджет рівня заборгованості уряду за державними цінними паперами.

У процесі дослідження встановлено, що жоден граничний показник не дає змоги з високою точністю визначити той поворотний пункт, починаючи з якого борг країн стає економічно неприйнятним, оскільки це суттєво залежить від властивих країні конкретних чинників і обставин (крім коефіцієнта заборгованості). Наприклад, вищі боргові коефіцієнти

Таблиця 4.4

**Динаміка показників ліквідності**

Індикатори боргової безпеки	Граничні значення		Фактичне значення в Україні			
	у світі	в Україні	2009	2010	2011	2012
Міжнародні резерви до короткострокового боргу (показник А. Грінспена), %	≥ 1	≥ 1	1,64	1,81	1,78	0,74
Відношення відсоткових платежів за зовнішнім боргом до річного експорту товарів і послуг, %	–	≤ 12	2,31	3,21	6,51	9,30

Складено за даними Національного банку України.

Таблиця 4.5

## Динаміка показників боргового навантаження на бюджет

Індикатори боргової безпеки	Граничні значення в Україні	Фактичне значення в Україні			
		2009	2010	2011	2012
Відношення заборгованості уряду за державними цінними паперами до ВВП, %	≤ 30	14,0	18,0	16,4	17,9
Відношення обсягу сукупних платежів з обслуговування внутрішнього боргу до доходів державного бюджету, %	≤ 25	2,2	4,5	13,2	10,9
Відношення обсягу сукупних платежів з обслуговування зовнішнього державного боргу до доходів державного бюджету, %	≤ 20	10,0	4,8	4,5	3,3
Рівень платежів з обслуговування зовнішнього державного боргу в обсязі видатків бюджету, %	–	9,31	3,7	4,3	7,6

Складено за даними Державної служби статистики України та Міністерства фінансів України.

викликають менше занепокоєння у країнах з високими темпами зростання експорту, високим відношенням експорту до ВВП і значною часткою боргу в національній валюті у загальній сумі державного боргу.

З огляду на зазначене варто скористатися напрацюваннями зарубіжних фахівців, зокрема, слід звернути увагу на спільну працю, підготовлену МВФ і Світовим банком: «Боргова стійкість в країнах з низьким рівнем доходів – висновки і пропозиції для проведення економічної політики», опубліковану в 2004 р. У цій роботі на основі аналізу емпіричних даних низки країн з ринками, що формуються, країн з низькими доходами сформовані висновки про ймовірність настання боргових криз у разі перевищення граничних значень індикаторів, що характеризують відносну величину боргу.

На основі зазначених емпіричних індикаторів фахівці МВФ запропонували розробити національні індикативні системи з урахуванням рівня розвитку інституціонального середовища та якості проведеної політики (табл. 4.6).

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 інститу-

Таблиця 4.6

**Граничні значення показників обсягу державного боргу та витрат на його обслуговування (за методологією МВФ)**

Показник	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, % до експорту	15	25	35
Обслуговування державного боргу, % до доходів бюджету	20	30	40

Джерело: Руководящие принципы управления государственным долгом : сопроводительный документ / Международный валютный фонд, Всемирный банк. – Ноябрь, 2002.

тами і неадекватною економічною політикою з високою ймовірністю зазнають боргової кризи при значно нижчих показниках державного боргу, оскільки неспроможні використовувати залучені кошти з належним ступенем ефективності.

Порогові значення індикаторів боргової стійкості доцільно інтегрувати до схвалених або затверджених на державному рівні кількісних параметрів, дотримання яких є важливим елементом урядових економічних програм.

Отже, оцінка боргової стійкості держави створює підґрунтя для вироблення науково обґрунтованих пропозицій щодо регулювання розміру і структури державного боргу та є вихідним пунктом для розроблення боргової стратегії країни.

При визначенні основних показників боргової стійкості України доцільно враховувати:

- По-перше, рекомендовані фахівцями МВФ і Світового банку порогові значення індикаторів боргової стійкості, які:
  - встановлюються емпірично;
  - не є еталонними, оскільки не існує апріорного боргового показника;

– поширюються на показники сукупного державного боргу (відносно ВВП і доходів від експорту), державного і гарантованого державою боргу (відносно ВВП і доходів бюджету), а також обслуговування валового і державного боргу (відносно доходів від експорту і доходів бюджету).

- По-друге, офіційні прогнози основних показників соціально-економічного розвитку країни та витрат з погашення та обслуговування державного боргу.

У перспективі для безперешкодного обслуговування державних зобов'язань доцільно забезпечити продуктивну віддачу від капіталу, що використовується в економічному кругообігу. Для цього слід 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.

#### **4.2. СЕРЕДНЬОСТРОКОВИЙ ПРОГНОЗ І ОЦІНКА БОРГОВОЇ СТІЙКОСТІ УКРАЇНИ У РАМКАХ МЕТОДОЛОГІЇ ІМІТАЦІЙНОГО МОДЕЛЮВАННЯ**

Проведене оцінювання якості управління державним боргом України дало змогу визначити основні переваги і недоліки державного управління у цій сфері. Одним з недоліків відповідно до показників блоку «Середньострокова стратегія управління державним боргом та її роль у гарантуванні боргової стійкості» (див. підрозділ 1.6) є недостатня імплементація процесу визначення чутливості боргового портфеля до економічних шоків в поточній операційній діяльності уряду та у процесі розроблення, ухвалення і реалізації Стратегії управління державним боргом України. Зокрема, чинна редакція Стратегії не містить ґрунтовного аналізу витрат і ризиків, що визначає чутливість боргового портфеля до різких змін ринкових відсоткових ставок і обмінних курсів та опису використаних припущень і обмежень. Це погіршує якість системи управління державним боргом, робить боргову позицію України вразливішою до економічних шоків.

У зв'язку з цим вивчення наслідків впливу зовнішніх шоків на динаміку показників державного боргу України залишається вкрай актуаль-



ним для тактичного та стратегічного рівня управління державним боргом й потребує подальшого дослідження. Для оцінки вказаного впливу ми обрали метод імітаційного моделювання з використанням стрес-тестів, що широко застосовується в міжнародній практиці й дає змогу проаналізувати найзначніші зв'язки між елементами системи, що досліджується, й на основі цього найкраще відтворити поведінку такої системи<sup>183</sup>. Для опису вказаної системи було обрано економіко-математичну модель, що найкраще визначає зв'язки між основними макроекономічними змінними та показниками державної заборгованості, дає змогу проводити експерименти шляхом стрес-тестування та імітувати різноманітні ситуації для аналізу й прогнозування динаміки державного боргу<sup>184</sup>. Обґрунтуванням для вибору моделі стали останні розробки фахівців МВФ щодо аналізу боргової стійкості та ступеня доступу країни на міжнародні ринки капіталів (англ.: MAC DSA )<sup>185</sup>.

Водночас з метою проведення такого стрес-тестування для оцінки вразливості боргової позиції України до впливу економічних зовнішніх потрясінь, в першу чергу, необхідно з'ясувати, які саме економічні події, фактори та ризики можуть негативно впливати на обсяг боргових зобов'язань держави та які з них мають значну ймовірність здійснення в майбутньому.

<sup>183</sup> Modernizing the Framework for Fiscal Policy and Public Debt Sustainability Analysis // International Monetary Fund. – 2011 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/080511.pdf>; e-Learning course on the Audit of Public Debt Module 3: Public Debt: Assessing Risk and Sustainability // UNITAR. – 2013 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.publicdebtnet.org/export/sites/PDM/public/Learning/Audit\\_of\\_Public\\_Debt/Module\\_3.pdf](http://www.publicdebtnet.org/export/sites/PDM/public/Learning/Audit_of_Public_Debt/Module_3.pdf); Fiscal Sustainability of Debt / Joint Ministerial Forum on Debt Sustainability // The World Bank. – 2009 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.development-finance.org/en/topics-of-work/debt-strategy-information/debt-sustainability/lic-and-mic-dsf/analysis-a-research.html>; *Foncerrada L.* Public debt sustainability: Notes on debt sustainability, development of a domestic government securities market and financial risks / L. Foncerrada // *Analisis Economico*. – 2010. – № 44. – Vol. XX. – P. 250–272; *Томашевський В. М.* Імітаційне моделювання систем і процесів : навч. посіб. / В. М. Томашевський. – К. : ІСДО, 1994. – 124 с.

<sup>184</sup> *Андрієвська І. К.* Стресс-тестирование: обзор методологий / И. К. Андрієвська // *Управление в кредитной организации*. – 2007. – № 5. – С. 33–44.

<sup>185</sup> Staff Guidance Note for Public Debt Sustainability Analysis in Market-Access Countries // International Monetary Fund. – 2013 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/050913.pdf>.

Ретроспективний аналіз передумов і наслідків останніх світових фінансово-економічних криз та сучасні світові економічні тенденції дають змогу визначити основні ризики, що можуть значно впливати на боргову ситуацію в країні. Це, передусім, валютний, відсотковий, бюджетний та інформаційний ризики, ризики рефінансування, а також фінансові ризики, пов'язані з ліквідністю, нестабільністю міжнародних потоків капіталу та обмеженням доступу на міжнародні ринки капіталів<sup>186</sup>.

Характеристика цих вище ризиків та механізм їх впливу на розмір державного боргу наведено у табл. 4.7. Основні зовнішні фактори, що призводили до зростання вказаних ризиків в умовах глобалізації, зокрема під час останньої світової кризи, здебільшого мали загальноекономічну або фінансову природу та діяли через поширення «ефектів зараження». До таких факторів належать: падіння світових цін на експортні товари (металопродукцію, хімічну промисловість тощо); зростання цін на енергоносії; економічний спад у найбільших торговельних партнерів України; погіршення ситуації на міжнародному ринку капіталів, криза ліквідності, стрімке підвищення спредів за борговими зобов'язаннями країни (EMBI), реструктуризація портфелів інвесторів, яка призводила до відпливу капіталу з країни, активізація спекуляцій на валютному ринку та міжнародному ринку капіталів тощо.

Від визначення ключових ризиків державного боргу та їх факторів перейдемо до розгляду основних макроекономічних показників, що впливають на обсяг державного боргу й будуть використані при розробленні макроекономічних сценаріїв для проведення стрес-тестування в рамках обраної економіко-математичної моделі.

Насамперед це темпи зростання ВВП і рівень тінізації економіки, які визначають рівень доходів бюджету, й, відповідно, спроможність держави виконувати функції та обслуговувати борг. Також ці показники впливають на рівень кредитних рейтингів держави та відсоткових ставок і, відповідно, витрат на обслуговування державного боргу. Крім показників економічного зростання, на рівень державної заборгованості впливають також рівень інфляції, обмінний курс і очікування щодо його динаміки у майбутньому, рівень відсоткових ставок за внутрішніми та зовнішніми

<sup>186</sup> Управління ризиками державного боргу: від теоретичних концепцій до практичних кроків в Україні / В. Висоцький, В. Калитчук, Ю. Драчук, Т. Котович // Світ фінансів. – 2008. – № 1. – С. 41–48; Вахненко Т. П. Державний борг України: оптимізація структури та управління ризиками / Т. П. Вахненко // Світ фінансів. – 2008. – № 1(14). – С. 10–28.

Таблиця 4.7

**Основні ризики державного боргу України**

Вид ризику	Особливості та механізм дії
Валютний	Пов'язаний із знеціненням національної валюти. Нестійкість обмінного курсу впливає на вартість зовнішніх державних зобов'язань: девальвація національної валюти збільшує номіновані в гривні зовнішні зобов'язання уряду та вартість обслуговування боргу
Ризик рефінансування	Пов'язаний із нерівномірним розподілом обсягів державного боргу в розрізі термінів його погашення. Неефективна структура державного боргу за строковістю (значна частка короткострокового боргу) призводить до періодів швидкого зростання вартості обслуговування державного боргу. Ризик підвищується й у випадку зменшення частки короткострокового боргу, але лише в разі, якщо відбувається нагромадження боргу, терміни погашення якого формують піки платежів у подальших періодах
Відсотковий	Пов'язаний із зростанням ставок й, зокрема, плаваючих (наприклад, LIBOR). Різне підвищення таких ставок збільшує вартість обслуговування боргу. Ризик є меншим, якщо в структурі частини боргових зобов'язань з плаваючими ставками переважають ті, до яких застосовуються низьковолатильні ставки (МВФ, Світового банку тощо)
Бюджетний	Пов'язаний зі зростанням дефіциту бюджету (скороченням дохідної частини бюджету та/або зростанням видатків), що призводить до нарощування державної заборгованості та зростання видатків обслуговування боргу у майбутньому. Збільшення ризику свідчить про відволікання коштів держави від фінансування її суспільних функцій на потреби державного боргу
Фінансовий	Пов'язаний з кризою ліквідності та обмеженням доступу на ринок капіталів. Призводить до недофінансування важливих статей видатків бюджету та зростання вартості позик, ускладнює залучення нових кредитів за прийнятними відсотковими ставками, створює загрози щодо неплатоспроможності держави
Інформаційний	Пов'язаний із недостовірною інформацією щодо реального фінансового стану країни або з інформацією, що має свідомо спекулятивний характер

Складено за: Керівництво з використання показників ризику і формування стратегії запозичень: Інтегральна оцінка ризику // Проект «Розвиток фінансового сектора» // FINREP. – 2011 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.finrep.kiev.ua/download/risk\\_indicators\\_manual\\_2011.pdf](http://www.finrep.kiev.ua/download/risk_indicators_manual_2011.pdf).

позиками, дефіцит зведеного бюджету та накопичений за попередні роки обсяг державного боргу.

Головним співвідношенням між вказаними макропоказниками та величиною державного боргу відповідно до економіко-математичної моделі є:

$$D_t^d + E_t D_t^f = (1 + i_t^d) D_{t-1}^d + (1 + i_t^f) E_t D_{t-1}^f - PB_t, \quad (4.1)$$

де  $D_t^d$  – державний борг у національній валюті в період  $t$ ;  $D_t^f$  – державний борг в іноземній валюті в період  $t$ ;  $E_t$  – номінальний обмінний курс (грн / дол. США на кінець року) в період  $t$ ;  $i_t^d$  – номінальна відсоткова ставка за державними запозиченнями у національній валюті в період  $t$ ;  $i_t^f$  – номінальна відсоткова ставка за державними запозиченнями в іноземній валюті в період  $t$ ;  $PB_t$  – первинне сальдо (доходи мінус видатки зведеного бюджету без урахування відсотків), одержане за період  $t$ .

Рівняння (4.1) може бути представлено в такому вигляді:

$$D_t = (1 + i_t^d)(1 - \alpha_{t-1}) D_{t-1} + (1 + i_t^f) \alpha_{t-1} (1 + \varepsilon_t) D_{t-1} - PB_t, \quad (4.2)$$

де  $D_t = D_t^d + E_t D_t^f$  – загальна сума державного боргу в національній валюті в період  $t$ ;  $\alpha_{t-1} = (E_{t-1} D_{t-1}^f) / (D_{t-1}^d + E_{t-1} D_{t-1}^f)$  – питома вага зовнішнього боргу в сукупному державному борзі в період  $t$ ;  $\varepsilon_t = (E_t - E_{t-1}) / E_{t-1}$  – ступінь девальвації номінального обмінного курсу в період  $t$ .

Крім того, відношення державного боргу до валового внутрішнього продукту ( $d = D / GDP$ ) можна представити у вигляді рівняння:

$$d_t = \beta d_{t-1} - pb_t, \quad (4.3)$$

де  $\beta_t = \frac{1 + i_t^w + \alpha_{t-1} \varepsilon_t (1 + i_t^f)}{(1 + g_t)(1 + \pi_t)}$  – коефіцієнт дисконтування в період  $t$ ;

$i_t^w = (1 - \alpha_{t-1}) i_t^d + \alpha_{t-1} i_t^f$  – середня номінальна процентна ставка в період  $t$ ;  $g_t$  – темпи зростання реального ВВП в період  $t$ ;  $\pi_t$  – темпи зміни дефлятора ВВП в період  $t$ ;  $pb_t$  – первинне сальдо у відсотках ВВП в період  $t$ .

Слід зазначити, що відповідно до базових допущень моделі не береться до уваги такий інституційний чинник, як ухвалення рішення щодо перетворення умовних зобов'язань країни у прямий державний борг. При цьому передбачається, що чистий дохід від приватизації є мінімальним, а емісійний дохід дорівнює нулю.

На основі вказаної моделі, визначених ризиків і факторів ризиків були розроблені три основні сценарії макроекономічних подій й одержані прогностні розрахунки відносних показників загального державного боргу та зовнішнього державного боргу України на 2013–2016 рр.:

- базовий (нейтральний) сценарій, що не передбачає стресових змін макроекономічних змінних;
- помірно песимістичний сценарій, що передбачає можливі потрясіння для економіки у зв'язку з другою хвилею світової фінансово-економічної кризи або наростанням зовнішньоекономічних дисбалансів (стрес-тест I);
- різко песимістичний сценарій, побудований на припущеннях другого сценарію і доповнений припущенням утримання великого дефіциту зведеного бюджету (стрес-тест II).

Розглянемо ці сценарії детальніше.

Припущення для першого (базового) сценарію враховують очікувані результати реалізації Середньострокової стратегії управління державним боргом на 2013–2015 рр. (за винятком цільового показника відношення обсягу державного боргу до ВВП) й передбачають поступове відновлення економічного зростання. При цьому уряд проводить зважену бюджетну політику, спрямовану на поступове зменшення дефіциту бюджету, з огляду на обмежений потенціал джерел його фінансування. Отже, до основних припущень першого (базового) сценарію належать такі:

- частка гарантованого боргу становить 20 % загального державного боргу;
- частка зовнішнього боргу в загальній сумі державного боргу становить 50 %, починаючи з 2014 р.;
- середньозважений строк до погашення державного боргу – не менш як 5 років, частка державного боргу з фіксованою ставкою – не менш як 65 %;
- покращання ситуації на зовнішніх ринках капіталу та відновлення співпраці України з МВФ у 2014 р.;
- поступове зростання обсягів виробництва та переорієнтація національних експортерів на нові ринки збуту;
- відсутність різких коливань цін на ринках енергоносіїв;
- покращання ситуації на внутрішньому ринку запозичень (проведення заходів Міністерством фінансів України щодо активізації попиту на боргові інструменти у національній валюті);

- незначна девальвація національної валюти (до 4 %) та відсутність інфляційного тиску;
- поступове зменшення дефіциту державного бюджету;
- невисокий рівень надходжень від приватизації державного майна для фінансування дефіциту бюджету.

Вхідні дані та основні результати першого етапу дослідження за базовим сценарієм наведені у табл. 4.8.

Відповідно до результатів, одержаних за допомогою імітаційного моделювання за базовим сценарієм й поданих у табл. 4.8, державний борг у 2014 р. збільшиться до 40,9 % ВВП. Протягом наступних трьох років цей показник повільно зростатиме, й до кінця 2016 р. досягне рівня 41,5 % ВВП, що вище, ніж середній рівень для країн з еквівалентним Україні рівнем доходів на одну особу та країн з ринками, що формуються (35,7 % ВВП за даними МВФ). Як зазначалося, розмір державного боргу України не містить борги місцевих органів влади і фондів обов'язкового соціального страхування, що фактично означає заниження цього показника у вітчизняній статистиці.

Отже, незважаючи на доволі сприятливі макроекономічні умови відповідно до наведених припущень та зменшення дефіциту бюджету протягом зазначеного періоду, утримання державного боргу на визначеному Стратегією рівні забезпечено не буде. Згідно з цим документом відношення обсягу прямого державного боргу до ВВП на кінець 2013, 2014 і 2015 рр. не має перевищувати 30,6 %, 30,9 та 31 % ВВП відповідно. В цих умовах, для досягнення бажаного рівня державного боргу, уряд може вдаватися до проведення жорсткішої бюджетної політики та/або збільшити надходження для фінансування дефіциту бюджету з альтернативних джерел (надходжень від приватизації).

Наступним етапом нашого дослідження є проведення оцінки наслідків впливу зовнішніх макроекономічних шоків на динаміку показників державного боргу України. Для цього перейдемо до розгляду другого – помірно песимістичного сценарію, який відтворює можливі наслідки другої хвилі світової фінансово-економічної кризи або додаткові потрясіння для нашої економіки у зв'язку з наростанням зовнішньоекономічних дисбалансів (погіршенням торговельних відносин з Росією, зменшенням припливу іноземного капіталу, девальвацією гривні).

Водночас такий сценарій передбачає утримання керованої ситуації у сфері державних фінансів та є оптимістичнішим порівняно з реальними подіями та макроекономічними наслідками кризи 2008–2009 рр.

Таблиця 4.8

## Фактичні дані та прогнозні розрахунки відповідно до припущень базового сценарію

Показники	Фактичні дані					Прогнозні розрахунки		
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<i>1. Основні макроекономічні показники</i>								
Середня номінальна процентна ставка за внутрішніми та зовнішніми державними позиками ( $i^w$ ), %	8,9	8,0	6,8	9,9	9,9	9,4	9,0	8,4
Номінальна процентна ставка за внутрішніми державними запозиченнями ( $i^d$ ), %	20,2	12,7	8,9	13,6	13,0	12,0	11,5	10,5
Номінальна процентна ставка за зовнішніми державними запозиченнями ( $i^f$ ), %	5,2	5,7	5,6	7,8	6,7	6,7	6,4	6,2
Дефлятор ВВП ( $\pi$ ), %	13,0	13,8	15,7	8,0	3,1	6,3	6,5	7,0
Темп зростання реального ВВП ( $g$ ), %	-14,8	4,2	5,2	0,2	0,0	3,0	4,1	3,0
Частка зовнішнього боргу у загальному державному борзі ( $a$ ), %	66,9	64,0	63,3	59,9	54,4	50,0	50,0	50,0
Середньорічний номінальний валютний курс ( $E$ ), грн / дол. США	7,9	8,0	8,0	8,0	8,0	8,5	8,7	8,8
Ступінь девальвації національної валюти ( $e$ ), %	49,0	1,4	0,4	0,0	0,0	2,4	1,8	1,8
Первинне сальдо зведеного бюджету ( $sp$ ), % ВВП	-1,2	-4,4	0,2	-1,7	-1,9	-1,0	-0,7	-0,7
<i>2. Показники державної заборгованості на кінець року</i>								
Державний борг ( $dt$ ), % ВВП	34,8	39,9	36,3	36,6	40,2	40,9	41,2	41,5
Зовнішній державний борг ( $fdt$ ), % ВВП	23,3	25,5	23,0	21,9	20,6	20,4	20,6	20,8

Джерело: фактичні показники – за: Аналітичні матеріали щодо зовнішнього боргу України за 2009–2013 рр. / Національний банк України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=44466](http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=44466); Виконання зведеного бюджету України за 2009–2013 роки / Державна казначейська служба України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://treasury.gov.ua/main/uk/doccatalog/list?currDir=146477>; Аналітичні матеріали щодо державного боргу / Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.minfm.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat\\_id=224493](http://www.minfm.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat_id=224493); Дохідність ОВДП на первинному ринку / Національний банк України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=44580](http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=44580); Основні макроекономічні показники за 2009–2013 рр. / Державна служба статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>; прогнози значення – розрахунки автора.

Цей сценарій є своєрідним стрес-тестом для боргової стійкості України, що ґрунтується на таких припущеннях:

- незмінність макроекономічних умов і припущень для бюджетної політики 2013 р.;
- збереження несприятливої для України ситуації на міжнародному ринку капіталів у 2014 р., що створить перешкоди для залучення урядом нових позик з прийнятними процентними ставками та рефінансування попередніх позик;
- різке зниження ВВП у 2014 р. – на 6 % з подальшим повільним відновленням економічного зростання протягом наступних років;
- зменшення попиту на вітчизняну експортну продукцію, зростання цін на енергоносії та утримання вищих порівняно з базовим сценарієм темпів інфляції у 2014–2015 рр.;
- девальвація національної валюти на кінець 2014 р. сягне 23 %, що збільшить видатки уряду на погашення й обслуговування державних зобов'язань; в подальшому очікується зміцнення обмінного курсу;
- зростання процентних ставок на внутрішньому ринку запозичень до 18 % у 2014 р.;
- незмінність умов щодо гарантованого державою боргу, а також структури загального державного боргу;
- утримання первинного сальдо зведеного бюджету на рівні, передбаченому базовим сценарієм (–1,5 % ВВП у 2013 р., –1,0 % ВВП у 2014 р. та –0,7 % ВВП у 2015–2016 рр.).

Числові значення вказаних вище припущень та результати реалізації подій за другим сценарієм наведені у табл. 4.9.

Як свідчать дані табл. 4.9, за результатами реалізації другого сценарію, а саме внаслідок шоків змін ВВП й обмінного курсу, а також збільшення процентних ставок за зовнішніми та внутрішніми позиками передбачається різке зростання рівня загальної державної заборгованості й, зокрема, зовнішньої. Таким чином, згідно з проведеними розрахунками у 2014 р. загальний державний борг зросте порівняно з попереднім роком на 8,4 в. п. до 48,6 % ВВП, зовнішній державний борг – на 3,7 в. п. до 24,3 % ВВП. У 2016 р. ці показники досягнуть 51,4 % ВВП та 25,7 % ВВП, що значно підвищує ризики боргової стійкості України й робить її вразливішою до впливу майбутніх зовнішніх шоків.

Відповідно до третього сценарію – різко песимістичного – у 2013–2016 рр. уряд не проводитиме бюджетну консолідацію, а пасивно при-



Таблиця 4.9

**Фактичні дані та прогнози розрахунки відповіано до припущень помірно песимістичного сценарію (стрес-тест I: девальвація гривні й падіння ВВП)**

Показники	Фактичні дані						Прогнози розрахунки		
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	
<i>1. Основні макроекономічні показники</i>									
Середня номінальна процентна ставка за внутрішніми та зовнішніми державними позиками ( $i^w$ ), %	8,9	8,0	6,8	9,9	9,9	13,3	11,2	10,2	
Номінальна процентна ставка за внутрішніми державними позиками ( $i^d$ ), %	20,2	12,7	8,9	13,6	13,0	18,0	14,8	14,2	
Номінальна процентна ставка за зовнішніми державними позиками ( $i^f$ ), %	5,2	5,7	5,6	7,8	6,7	8,5	7,5	6,2	
Дефлятор ВВП ( $\pi$ ), %	13,0	13,8	15,7	8,0	3,1	11,0	10,0	8,0	
Темп зростання реального ВВП ( $g$ ), %	-14,8	4,2	5,2	0,2	0,0	-6,0	0,2	1,0	
Частка зовнішнього боргу у загальному державному борзі ( $a$ ), %	66,9	64,0	63,3	59,9	51,4	50,0	50,0	50,0	
Середньорічний номінальний валютний курс ( $E$ ), грн / дол. США	7,9	8,0	8,0	8,0	8,0	10,2	10,4	10,5	
Ступінь девальвації національної валюти ( $e$ ), %	49,0	1,4	0,4	0,0	0,0	23,0	1,5	1,0	
Первинне сальдо зведеного бюджету ( $sp$ ), % ВВП	-1,2	-4,4	0,2	-1,7	-1,9	-1,0	-0,7	-0,7	
<i>Показники державної заборгованості на кінець року:</i>									
Державний борг ( $dt$ ), % ВВП	34,8	39,9	36,3	36,6	40,2	48,6	50,0	51,4	
Зовнішній державний борг ( $fdt$ ), % ВВП	23,3	25,5	23,0	21,9	20,6	24,3	25,0	25,7	

Джерело: фактичні показники – за даними Міністерства фінансів України, НБУ, Держказначейства України, Держстату; прогнози значення – розрахунки автора.

стосовуватиметься до погіршення макроекономічних умов, передбачених другим сценарієм. Припущення для третього сценарію відповідають припущенням попереднього сценарію, за винятком показника «первинне сальдо зведеного бюджету». Для нього передбачаються такі числові значення:  $-1,9\%$  ВВП у 2013 р.,  $-2,2\%$  ВВП у 2014 р., та  $-1,9\%$  у 2015–2016 рр. (табл. 4.10).

Підсумки стрес-тестування в рамках третього сценарію, що є песимістичнішим за другий, вказують на подальше погіршення боргової ситуації в Україні. Зокрема, в разі відмови уряду від планів бюджетної консолідації в умовах макроекономічного шоку загальний державний борг та зовнішній державний борг України протягом трьох років (2014–2016 рр.) зростуть до  $55,3\%$  ВВП та  $27,6\%$  ВВП відповідно. Незважаючи на те, що рівень державного боргу не досягне граничного значення, передбаченого Бюджетним кодексом України ( $60\%$  ВВП), він більш ніж на  $50\%$  перевищуватиме середній рівень державної заборгованості для країн з ринками, що формуються. Крім того, зростання його відбуватиметься з прискоренням, що створюватиме додаткові загрози для економічної безпеки держави. В цілому, високий рівень заборгованості збільшує вразливість економіки країни до економічних потрясінь і скорочує можливості уряду щодо проведення антициклічної податково-бюджетної політики.

Крім розрахунків на середньострокову перспективу, за допомогою обраної економіко-математичної моделі можна побудувати довгострокові прогнози державного боргу України. Динаміку співвідношення державного боргу з ВВП до 2023 р. відповідно до трьох розглянутих сценаріїв проілюстровано на рис. 4.1.

Як бачимо з рис. 4.1, усі боргові тренди в рамках розроблених нами макроекономічних сценаріїв є висхідними. Цілком очевидно, що у 2023 р. найбільшого рівня показник загальної державної заборгованості досягне відповідно до третього (песимістичного) сценарію –  $71,2\%$  ВВП. Водночас, зауважимо, що припущення та обмеження самої моделі, а також високий ступінь невизначеності на найближчі десять років знижують точність довгострокових прогнозів. У зв'язку з цим вони можуть використовуватися лише як приблизні орієнтири розвитку подій у довгостроковому періоді.

Загалом, аналіз результатів, одержаних за допомогою імітаційного моделювання рівнів державного боргу України в рамках трьох макроекономічних сценаріїв, свідчить про високу вразливість боргової позиції

Таблиця 4.10

**Фактичні дані та прогнози розрахунки відповідно до припущень третього сценарію  
(стрес-тест II: девальвація, падіння ВВП та збільшення дефіциту бюджету)**

Показники	Фактичні дані						Прогнозні розрахунки		
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	
<i>1. Основні макроекономічні показники</i>									
Середня номінальна процентна ставка за внутрішніми та зовнішніми державними позиками ( $i^w$ ), %	8,9	8,0	6,8	9,9	9,9	13,3	11,2	10,2	
Номінальна процентна ставка за внутрішніми державними позиками ( $i^d$ ), %	20,2	12,7	8,9	13,6	13,0	18,0	14,8	14,2	
Номінальна процентна ставка за зовнішніми державними позиками ( $i^f$ ), %	5,2	5,7	5,6	7,8	6,7	8,5	7,5	6,2	
Дефлятор ВВП ( $\pi$ ), %	13,0	13,8	15,7	8,0	3,1	11,0	10,0	8,0	
Темп зростання реального ВВП ( $g$ ), %	-14,8	4,2	5,2	0,2	0,0	-6,0	0,2	1,0	
Частка зовнішнього боргу у загальному державному борзі ( $a$ ), %	66,9	64,0	63,3	59,9	51,4	50,0	50,0	50,0	
Середньорічний номінальний валютний курс ( $E$ ), грн./дол. США	7,9	8,0	8,0	8,0	8,0	10,2	10,4	10,5	
Ступінь девальвації національної валюти ( $e$ ), %	49,0	1,4	0,4	0,0	0,0	23,0	1,5	1,0	
Первинне сальдо зведеного бюджету ( $sp$ ), % ВВП	-1,2	-4,4	0,2	-1,7	-1,9	-2,2	-1,9	-1,9	
<i>2. Показники державної заборгованості на кінець року</i>									
Державний борг ( $dt$ ), % ВВП	34,8	39,9	36,3	36,6	40,2	49,8	52,5	55,3	
Зовнішній державний борг ( $fdt$ ), % ВВП	23,3	25,5	23,0	21,9	20,6	24,9	26,3	27,6	

Джерело: фактичні показники – за даними Міністерства фінансів України, НБУ, Держказначейства України, Держстату; прогнози значення – розрахунки автора.

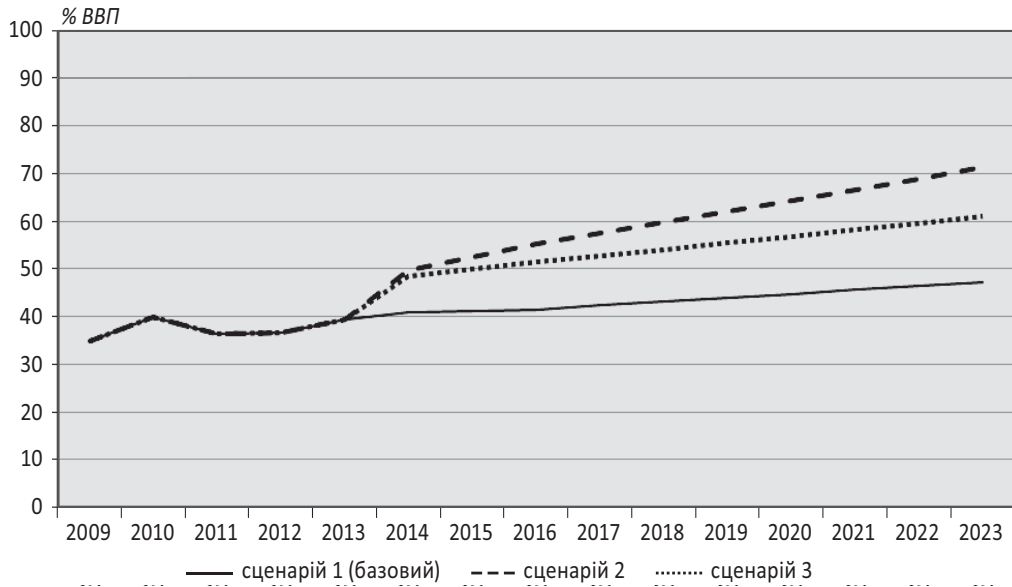


Рис. 4.1. Динаміка державного боргу відповідно до трьох сценаріїв до 2023 р., % ВВП

Складено автором.

України до дії зовнішніх шоків. Найбільше зниження боргової стійкості нашої країни має місце у випадку, коли макроекономічні дисбаланси, викликані зовнішніми чинниками, поєднуються з урядовою політикою пасивного пристосування до погіршення макроекономічних умов, зокрема, нарощування дефіциту бюджету (третій сценарій). Це вимагає утримання помірної дефіциту бюджету та проведення зваженої політики державних запозичень у середньостроковій перспективі. Іншими важливими заходами мають стати проведення структурних реформ для відновлення економічного зростання та недопущення різкої девальвації національної валюти.

Крім того, з огляду на негативний досвід глобальної економічної кризи 2008–2009 рр. зростає необхідність управління ринковими очікуваннями. Зокрема, навіть за умови зменшення державного боргу позичальники та інвестори можуть мати сумніви щодо наявності політичної волі до проведення бюджетно-податкового коригування. В такій ситуації уряду варто продемонструвати, що сфера державного боргу залишається керованою. Цьому можуть сприяти ухвалення й реалізація ефективних середньострокових податково-бюджетних планів й боргової стра-

тегії, а також зміцнення податково-бюджетних інститутів і системи управління державним боргом.

Отже, прогнозні розрахунки в рамках імітаційного моделювання боргових індикаторів можуть бути використані в процесі управління державним боргом України для ухвалення ефективних рішень боргової політики у тактичному й стратегічному плані. Зокрема, вони можуть бути включені у процес розроблення, ухвалення та реалізації Стратегії управління державним боргом України на наступні три роки, що відповідає належній міжнародній практиці з управління боргом на державному рівні.

Ключовим напрямом державної політики України на сучасному етапі має стати посилення бюджетної дисципліни, що сприяє стабільності державних фінансів й безпосередньо впливає на стан державної заборгованості. Водночас, бюджетна консолідація, як свідчить міжнародний досвід, має проводитись досить помірковано, зважаючи на фази уповільнення економічної активності. Бюджетна консолідація, запроваджена в Італії, демонструє, що невелике скорочення заборгованості можливе навіть за відсутності сильного економічного зростання. Оскільки скорочення боргу потребує часу, бюджетна консолідація повинна зосереджуватися на довгострокових структурних реформах. Стосовно цього можуть бути корисними бюджетні інститути, подібні створеним в Бельгії, які підвищують прозорість і підзвітність бюджетного процесу.

Для дотримання балансу між ризиком порушення боргової стійкості та ризиками гальмування економічної діяльності, а також з огляду на значну волатильність на міжнародних ринках для України оптимальним є утримання дефіциту сектору загальнодержавного управління на рівні не більше 3,5 % від ВВП, а дефіциту державного бюджету – не більше 1,5 % від ВВП. Проте довгострокова стратегія уряду має базуватися на посиленні бюджетної консолідації й подальшій мінімізації дефіциту до 1–0,5 % від ВВП. Паралельно мають бути вирішені системні проблеми, пов'язані з хронічним дефіцитом та незадовільним фінансовим станом НАК «Нафтогаз» та Пенсійного фонду України. Це дасть можливість перекрити канали неконтрольованого нарощування державного боргу<sup>187</sup>.

<sup>187</sup> Особливості та пріоритети боргової політики України : аналіт. доп. / А. С. Гальчинський, З. С. Варналій, В. Я. Майстришин та ін. – К. : НІСД, 2004. – 104 с.

Крім того, сучасні світові тенденції формування державного боргу та результати останніх емпіричних досліджень щодо заборгованості країн із низьким та середнім рівнем доходів, проведених міжнародними фінансовими організаціями, вказують на необхідність перегляду граничних рівнів для ключових показників державної заборгованості України. Зокрема, потребує перегляду в бік зменшення чинне обмеження рівня державного й гарантованого державою боргу, передбаченого ст. 18 Бюджетного кодексу України. У перспективі варто зменшити чинне обмеження рівня державного боргу України з 60 до 40 % ВВП.

#### 4.3. МЕТОДИКА ОБҐРУНТУВАННЯ ГРАНИЧНОГО РОЗМІРУ ДЕРЖАВНИХ ГАРАНТІЙ З ВИКОРИСТАННЯМ «НЕЧІТКИХ ЧИСЕЛ»

Чимало науковців дотримуються думки, що в Україні кредити під гарантію уряду не тільки не мають загальновідомих переваг, але й створюють серйозні економічні проблеми, пов'язані з прихованим наданням субсидій нерентабельним підприємствам<sup>188</sup>. Деякі аспекти впливу державних гарантій за приватними кредитами на інвестиційну активність у країні розглядає у своїх працях Дж. Ітон. Він стверджує, що державні гарантії призводять до зростання податкового тягаря, зниження інвестиційної активності та відпливу капіталу з країни<sup>189</sup>. В наших попередніх дослідженнях також було приділено увагу проблемі обґрунтування розміру державних гарантій під інвестиційні будівельні проекти<sup>190</sup>. Зокрема, в роботі «Вдосконалення процедури моніторингу проце-

<sup>188</sup> Луніна І. О. Державні фінанси України у перехідний період / І. О. Луніна. – Х. : Форт, 2000. – С. 134.

<sup>189</sup> Eaton J. Public debt guarantees and private capital flight / J. Eaton // World Bank Economic Review. – 1997. – № 7. – Р. 23–34.

<sup>190</sup> Сорокіна А. В. Макроекономічне регулювання нагромадженням капіталу в національному господарстві (на прикладі будівництва) : автореф. дис. ... д-ра екон. наук : 08.00.03 / А. В. Сорокіна ; ВНЗ «Національна академія управління». – К., 2012. – 37 с.; Сорокіна А. В. Дослідження впливу макроекономічних регуляторів на динаміку нагромадження капіталу у будівництві України / А. В. Сорокіна // Актуальні проблеми економіки. – 2012. – № 6. – С. 69–82; Сорокіна А. В. Вдосконалення процедури моніторингу процесів нагромадження вартості капіталу у будівництві / А. В. Сорокіна // Актуальні проблеми економіки. – 2011. – № 11. – С. 78–86.

сів нагромадження вартості капіталу у будівництві» наведено результати аналізу та економіко-математичного моделювання динаміки нагромадження капіталу у будівельній галузі, підприємства якої є безпосередніми виконавцями інвестиційних проектів.

Це дало змогу запропонувати «емпіричне правило», що є різновидом методу галузевих коефіцієнтів, застосовуваного в рамках порівняльного підходу: вартість підприємств будівельної галузі можна оцінити за величиною сплаченого ними до бюджету ПДВ, помноживши її на мультиплікатор, величина якого перебуває в межах від 2 до 2,6. Значення цього правила можна інтерпретувати так: державна допомога будівельній галузі має бути відшкодована у вигляді непрямих податків не пізніше, ніж за 2–2,5 року. Саме таким критерієм слід керуватись під час розроблення комплексних програм за участю підприємств будівельної галузі, здійснення заходів щодо поліпшення інфраструктури чи регулювання ринку житла.

Не менш важливою проблемою є оцінювання соціально-економічного ефекту від реалізації інвестиційних проектів, фінансування яких передбачає застосування механізму надання державних гарантій. Науково-практичну гостроту зазначеної проблеми підтверджено положеннями постанови Кабінету Міністрів України «Деякі питання здійснення головними розпорядниками бюджетних коштів капітальних видатків понад обсяги встановлених бюджетних призначень» від 03.06.2013 № 404, зокрема та обставина, що «перевага надається проектам розвитку, які є самоокупними», зазначена у п. 4 Порядку залучення у 2013 р. коштів під державні гарантії головними розпорядниками бюджетних коштів для здійснення капітальних видатків понад обсяги встановлених бюджетних призначень та повернення таких коштів.

Звичайно, при визначенні самоокупності проекту та строку окупності капіталовкладень важливим є обґрунтування ставки дисконтування. У наших попередніх дослідженнях обґрунтовано необхідність урахування високого операційного, фінансового ризиків та ризику ліквідності підприємств будівельної галузі шляхом підвищення ставки дисконтування до трикратного розміру облікової ставки НБУ на момент аналізу економічної ефективності інвестиційного проекту. Якщо з огляду на всі кумулятивні надбавки до ставки дисконтування її розмір виявиться вищим за трикратний розмір облікової ставки НБУ на момент аналізу економічної ефективності інвестиційного проекту, такий проект доцільно спростувати як неефективний та високоризико-

вий<sup>191</sup>. Ця величина дисконтної ставки значно вища за показник, рекомендований у «Порядку проведення оцінки фінансового стану бенефіціара та визначення виду забезпечення для обслуговування та погашення позики, наданої за рахунок коштів міжнародних фінансових організацій»<sup>192</sup>. Однак запропоноване підвищення дасть змогу відібрати для фінансування під державні гарантії виключно економічно ефективні проекти.

Оскільки методику обчислення розміру державних гарантій не прописано в жодному нормативному документі, проілюструємо один із можливих способів розрахунку граничного розміру державних гарантій зі сплати процентів та основної суми запозичення за проектами соціально-економічного розвитку.

Вважаємо за доцільне визначати граничний розмір державних гарантій як відсоток від вартості проекту ( $\alpha_{\text{гар}}$ ), який можна розрахувати таким чином:

$$\alpha_{\text{гар}} = \frac{E_{\text{ПДВ}}}{1+r} = \frac{E_{\text{ПДВ}}}{R}, \quad (4.4)$$

де  $r$  – кумулятивна надбавка за фінансовий, операційний ризики та ризик ліквідності учасників інвестиційного проекту, який пропонується визначати з урахуванням наших розробок<sup>193</sup> та зазначеного наказу Міністерства фінансів України. Тоді економічні величини знаменника  $R = 1 + r$  формули (4.4) можна розтлумачити як коректор фінансового ри-

<sup>191</sup> Сорокіна Л. В. Макроекономічне регулювання нагромадженням капіталу в національному господарстві (на прикладі будівництва) : автореф. дис. ... д-ра екон. наук : 08.00.03 / Л. В. Сорокіна ; ВНЗ «Національна академія управління». – К., 2012. – 37 с.; Сорокіна Л. В. Дослідження впливу макроекономічних регуляторів на динаміку нагромадження капіталу у будівництві України / Л. В. Сорокіна // Актуальні проблеми економіки. – 2012. – № 6. – С. 69–82.

<sup>192</sup> Порядок проведення оцінки фінансового стану бенефіціара та визначення виду забезпечення для обслуговування та погашення позики, наданої за рахунок коштів міжнародних фінансових організацій зі змінами, затвердженими наказом Міністерства фінансів України від 22.10.2009 № 1234 (зі змінами від 20.07. 2012) // Офіційний вісник України. – 2009. – № 93. – С. 164.

<sup>193</sup> Сорокіна Л. В. Макроекономічне регулювання нагромадженням капіталу в національному господарстві (на прикладі будівництва) : автореф. дис. ... д-ра екон. наук : 08.00.03 / Л. В. Сорокіна ; ВНЗ «Національна академія управління». – К., 2012. – 37 с.; Сорокіна Л. В. Дослідження впливу макроекономічних регуляторів на динаміку нагромадження капіталу у будівництві України / Л. В. Сорокіна // Актуальні проблеми економіки. – 2012. – № 6. – С. 69–82.



зику виконавця інвестиційного проекту;  $E_{\text{ПДВ}}$  – податкова ефективність підрядного підприємства – виконавця інвестиційного проекту, діяльність якого забезпечить створення чи реконструкцію об'єкта інвестування – носія очікуваного соціально-економічного ефекту від інвестиційного проекту. Цей показник має визначатись як подвоєна величина співвідношення податкових зобов'язань підрядного підприємства чи підприємства-девелопера до вартості виконаних ним робіт ( $\alpha_{\text{ПДВ}}$ ). З огляду на чималу невизначеність щодо перспектив збереження фінансової стійкості учасників інвестиційного проекту співвідношення податкових зобов'язань до вартості виконаних робіт пропонується визначати на основі регресійного аналізу.

Кожна зі складових формули (4.4) в умовах перманентної фінансової кризи макро- та мікрорівня загалом не може бути однозначно визначена із повною, 100-відсотковою упевненістю: існує певна невизначеність, розмитість суджень і стосовно податкової ефективності та фінансової стабільності виконавців інвестиційних проектів, під час фінансування яких застосовується механізм надання державних гарантій. Кількісно вирахувати міру впевненості щодо величини будь-якого показника формули (4.4) стає можливим у разі застосування математичного апарату «нечітких чисел» та операцій над ними, відомого як «нечітка арифметика», або технологія м'яких обчислень».

Згідно із цим підходом, рівень невпевненості у досягненні показником того чи іншого значення можна відобразити у вигляді нечіткої множини, поставивши у відповідність кожному можливому значенню показника міру впевненості, що таке значення буде досягнуто. Виходячи з формули (4.4), обидва співмножники можуть бути представлені нечітким числом. При цьому важливим, невідкладним науковим завданням є обґрунтування способів подання показників для характеристики фінансової стійкості та податкової ефективності виконавців інвестиційних проектів у вигляді нечітких множин та виконання операцій над ними. Зупинимось детальніше на основних постулатах теорії нечітких чисел та технології «м'яких обчислень», що може використовуватися з метою вдосконалення макроекономічного та бюджетного прогнозування.

Під терміном «м'які обчислення» прийнято розуміти операції, виконувані над нечіткими множинами взагалі та окремим їх різновидом, що дістав назву «нечітке число». Нечітке число – це особлива нечітка множина, що може бути визначена на вісі дійсних чисел.

У теорії нечітких множин використовуються такі терміни та визначення<sup>194</sup>:

- **Нечіткою множиною  $\tilde{A}$  на універсальній множині  $U$**  називається сукупність пар  $(\mu_A(u), u)$ , де  $\mu_A(u)$  – міра належності елемента  $u \in U$  нечіткій множині  $A$ .
- **Міра належності** – це число з діапазону  $[0, 1]$ . Чим вища міра належності, тим більше елемент універсальної множини відповідає властивостям нечіткої множини. Тобто 100 % впевненості у справедливості певного твердження визначається мірою впевненості, що дорівнює 1 ( $\mu_A(u) = 1$ ), повна впевненість у хибності твердження відповідає нульовій мірі впевненості щодо його істини ( $\mu_A(u) = 0$ ). Проте імовірнісний характер наших суджень за невизначених умов не завжди надає підстави для 100 % впевненості їхньої істинності, що кількісно може виражатись за допомогою діапазону чисел від 0 до 1. Тобто фінансові показники, зазначені у формули (4.4), можуть бути представлені у вигляді нечітких множин, а міра впевненості щодо можливості досягнення кожним із них того чи іншого значення охарактеризована за допомогою певної функції належності.
- **Альфа-зріз ( $\alpha$ -зріз)**, або множина рівня  $\alpha$  – це чітка підмножина нечіткої множини універсальної множини  $U$ , елементи якої мають міру належності не нижчі, ніж  $\alpha$ .
- **Лінгвістична змінна** – це змінна, значеннями якої можуть бути слова та словосполучення певної природної мови. Наприклад: «рейтинг низький», «рентабельність висока», «зниження ліквідності катастрофічне», слова – оціночні судження «низький», «висока», «катастрофічне», пов'язані з деякими числовими значеннями, зміна яких у реальному житті істотно впливає на нашу впевненість у справедливості подібних суджень. Так 49-та рейтингова позиція банку із 175 в рейтингу НБУ за чистим прибутком може визнаватись високою або середньою з різним рівнем впевненості.
- **Терм** – будь-який елемент терм-множини. Наприклад, якщо завантаження обладнання може бути високим, середнім та низьким, то «рентабельність капіталу» – це лінгвістична змінна, лінгвістичні оцінки «висока», «середня», «низька» – це терми, що в сукупності складають терм-множину. Терм задається нечіткою множиною за допомогою функції належності;

<sup>194</sup> Штовба С. Д. Проектирование нечетких систем средствами MATLAB / С. Д. Штовба. – М. : Горячая линия – Телеком, 2007. – 288 с.

- **Функція належності** – це функція, яка дає змогу визначити для довільного елемента універсальної множини міру його належності до нечіткої множини. Для кількісного виміру рівня впевненості у належності деякого значення  $u_i$  з універсуму  $U$  певному терму використовують функцію приналежності  $\mu(u_i)$ .
- **Нечітке число** – це опукла нормальна нечітка множина (позначимо її  $A$ ), із кусково-неперервною функцією належності, задана на множині дійних чисел. Наприклад нечітка множина,  $\tilde{R}$ , **коректор фінансового ризику виконавця інвестиційного проекту, являє собою нечітке число.**
- **Нормальна нечітка множина** – це нечітка множина, у якій максимальне значення функції належності дорівнює одиниці. В іншому випадку, коли максимальне значення функції належності менше за одиницю, нечітка множина має назву субнормальної. **Опукла нечітка множина** – це нечітка множина, у якій всі її  $\alpha$ -зрізи – опуклі множини. Тобто для будь-якої опуклої нечіткої множини має виконуватись така умова:

$$\mu_A(\lambda \cdot u_1 + (1-\lambda) \cdot u_2) \geq \min(\mu_A(u_1), \mu_A(u_2)),$$

$$u_1, u_2 \in U, \lambda \in [0, 1] \quad (4.5)$$

де:  $\lambda$  – будь-яке число з діапазону від 0 до 1;  $u_1, u_2$  – два довільні елементи універсальної множини  $U$ ;  $\mu_A(u_1), \mu_A(u_2)$  – міри належності елементів  $u_1, u_2$  до нечіткої множини  $\tilde{A}$ .

- Нечітке число  $\tilde{A} \subseteq R$  додатне, якщо для всіх  $u < 0$   $\mu_A(u) = 0$ .
- Нечітке число  $\tilde{A} \subseteq R$  від'ємне, якщо для всіх  $u > 0$   $\mu_A(u) = 0$ .

Функція належності нечіткого числа може задаватися за допомогою гауссової функції належності за формулою:

$$\mu(u) = \exp\left(-\frac{1}{2} \cdot \left(\frac{u-m}{\sigma}\right)^2\right) \quad (4.6)$$

де  $m$  – координата максимуму функції приналежності, або середнє значення, або мода нечіткого числа;  $\sigma$  – коефіцієнт концентрації, який дорівнює середньо-квадратичному відхиленню змінної, або коефіцієнт нечіткості.

Як зазначалося, графічно нечітке число може бути представлено криволінійною фігурою, якщо по вісі абсцис відкладати чітке значен-

ня певного показника, а по вісі ординат – міру впевненості щодо досягнення показником цього чіткого значення. Графік нечіткого числа не обов'язково повинен бути «симетричною» криволінійною фігурою. Тобто лівий та правий відрізок графіка можуть мати різну кривизну. Аналітично така кусково-криволінійна залежність може бути задана як комбінація двох гауссових функцій із різними значеннями коефіцієнта нечіткості:  $\sigma_1$  та  $\sigma_2$ . Для скорочення викладок нечітке число може бути представлено трійкою параметрів  $\tilde{A} = (m, \sigma_1, \sigma_2)$ . Таке нечітке число ще називають L–R число через те, що ліва та права гілки графіка мають різну конфігурацію.

В результаті арифметичних операцій із нечіткими числами, які, власне, й отримали назву «**м'яких обчислень**», визначаються нові нечіткі числа, задані функціями належності, що отримані в результаті арифметичних операцій над параметрами функцій належності вихідних нечітких чисел. Зокрема для обґрунтування складових формули (4.4), запропонованої як інструментарій удосконалення макроекономічного і бюджетного прогнозування, необхідно виконати множення нечітких чисел. Операція ділення нечітких чисел  $\tilde{A} = (m_a, \sigma_1^a, \sigma_2^a)$  та  $\tilde{B} = (m_b, \sigma_1^b, \sigma_2^b)$  може виконуватися так:

$$\tilde{A}_{LR} \div \tilde{B}_{RL} \cong \left( \frac{m_a}{m_b}, \frac{m_a \cdot \sigma_2^b + m_b \cdot \sigma_1^a}{m_b^2}, \frac{m_a \cdot \sigma_1^b + m_b \cdot \sigma_2^a}{m_b^2} \right),$$

якщо  $m_a > 0, m_b > 0$  (4.7)

де символи  $LR$  характеризують, що у діленого  $\tilde{A} = (m_a, \sigma_1^a, \sigma_2^a)$  коефіцієнти нечіткості послідовно визначають конфігурацію лівої та правої частин функції належності. Символи  $RL$  у дільника свідчать, що в запису  $\tilde{B} = (m_b, \sigma_1^b, \sigma_2^b)$  спочатку наведено коефіцієнт нечіткості для правої частини, а потім – для лівої.

І чисельник, і знаменник формули (4.4) можуть бути представлені як нечіткі числа, функції належності яких можуть виражатися формулою Гаусса (4.5). Обґрунтування параметрів нечітких чисел для визначення податкової ефективності та коректора фінансового ризику виконавця інвестиційного проекту полягають у такому.

**Коректор фінансового ризику** виконавця інвестиційного проекту в умовах фінансової нестабільності з урахуванням наших розро-

бок<sup>195</sup> та нормативних актів Міністерства фінансів України<sup>196</sup> може становити:

- облікова ставка НБУ, збільшена на 5 в. п. надбавки, якщо фінансовий стан бенефіціара є нестабільним і свідчить про наявність ознак неплатоспроможності;
- облікова ставка НБУ, збільшена на 10 в. п. надбавки, якщо бенефіціар характеризується високим рівнем неплатоспроможності;
- потрійна облікова ставка НБУ, якщо бенефіціар працює на межі банкрутства.

Зважаючи на те, що на момент виконання дослідження облікова ставка НБУ становить 6,5 в. п., значення  $g$  з формули (4.4) для підрядників – виконавців інвестиційних проектів із нестійким фінансовим станом може дорівнювати 11,5, або 16,5, або 19,5 в. п. Медіанне значення цих надбавок становить 16,5 в. п. Коефіцієнт нечіткості можна визначити за такою формулою:

$$\sigma_{\zeta} = \frac{(m_{i+1} + m_{i-1}) \cdot 0.5}{2 \cdot \sqrt{3}} = \frac{m_i \cdot 0.5}{2 \cdot \sqrt{3}}, \quad (4.8)$$

де:  $m_{i+1}$ ,  $m_i$  – суміжні чіткі значення, які обмежують «інтервал невпевненості», на якому значення функції належності змінюються від 0 до 1.

Тоді коефіцієнти нечіткості для нечіткого числа  $\tilde{R}$  на позначення коректора фінансового ризику виконавця інвестиційного проекту становитимуть:

$$\sigma_1^R = \frac{(11,5 + 16,5) \cdot 0,5}{2 \cdot \sqrt{3}} = 4,04, \quad (4.9)$$

$$\sigma_2^R = \frac{(19,5 + 16,5) \cdot 0,5}{2 \cdot \sqrt{3}} = 5,20. \quad (4.10)$$

<sup>195</sup> Сорокіна Л. В. Макроекономічне регулювання нагромадженням капіталу в національному господарстві (на прикладі будівництва) : автореф. дис. ... д-ра екон. наук : 08.00.03 / Л. В. Сорокіна ; ВНЗ «Національна академія управління». – К., 2012. – 37 с.; Сорокіна Л. В. Дослідження впливу макроекономічних регуляторів на динаміку нагромадження капіталу у будівництві України / Л. В. Сорокіна // Актуальні проблеми економіки. – 2012. – № 6. – С. 69–82.

<sup>196</sup> Порядок проведення оцінки фінансового стану бенефіціара та визначення виду забезпечення для обслуговування та погашення позики, наданої за рахунок коштів міжнародних фінансових організацій зі змінами, затвердженими наказом Міністерства фінансів України від 22.10.2009 № 1234 (зі змінами від 20.07. 2012) // Офіційний вісник України. – 2009. – № 93. – С. 164.

З урахуванням (4.9) та (4.10) нечітке L–R число на позначення коректора фінансового ризику виконавця інвестиційного проекту в умовах фінансової нестабільності можна записати так:

$$\tilde{R} = (1,165; 0,04; 0,05)_{LR}. \quad (4.11)$$

Параметри нечіткого числа на позначення податкової ефективності виконавця інвестиційного проекту, як зазначалося раніше, визначалися за допомогою регресійного аналізу залежності величини податкових зобов'язань з податку на додану вартість та податку на прибуток від суми чистого доходу від реалізації продукції, робіт, послуг підприємств будівельного комплексу України. Вихідними даними для розрахунків стала інформація Державної служби статистики України<sup>197</sup> щодо фінансових результатів підприємств у 2008–2012 рр.

На основі кількісних даних, побудовано залежність податкової спроможності сплати податкових зобов'язань підприємствами інвестиційно-будівельного комплексу:

$$T_{\text{под}} = 105,04 + 0,20 \cdot ЧД, \quad R^2 = 0,9987, \quad F_{5\%;1;22} = 9172,86, \quad (4.12)$$

де  $T_{\text{под}}$  – сума податкових зобов'язань будівельних підприємств із податку на додану вартість та податку на прибуток;  $ЧД$  – чистий дохід від реалізації продукції, робіт, послуг підприємств будівельної галузі.

Згідно з результатами регресійного аналізу, достовірність апроксимації рівняння становить 98,88 %, тобто обсяги податкових зобов'язань підприємствами, що спеціалізуються на будівництві, розраховані за допомогою формули (4.12), відрізнятимуться від фактичних, менше ніж для 1 % спостережень за 2008–2012 рр. F-критерій моделі (4.12) значно перевищує табличне значення  $F_{\text{таб}5\%;1;11} = 4,84$ . Отже, лінійна однофакторна залежність обсягу податкових зобов'язань, що мають найбільшу питому вагу у доходах державного бюджету, не є випадковістю. Рівень податкового навантаження на підприємства інвестиційно-будівельного комплексу становить 20,2 %. Інакше кажучи, з кожної гривні, виробленої підприємствами, що працюють у будівництві, державна скарбниця отримує 20,2 коп. у вигляді податку на додану вартість та податку на прибуток.

Значення вільної константи рівняння (4.12) визначено в розмірі 105,04 млн грн, що становить менш ніж 1 % мінімального значення чистого доходу для досліджуваної вибірки спостережень, яке припадає на

<sup>197</sup> Макроекономічна ситуація в Україні : звіт / Державна служба статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://ukrstat.gov.ua>.

перший квартал 2010 р. Економічний зміст вільної константи моделі (4.12) полягає у такому: лише 105 млн податкових зобов'язань будівельних підприємств не залежать від обсягу реалізованих ними благ, а детермінуються іншими чинниками. Стандартне відхилення коефіцієнта податкового навантаження 0,002. Величина 95 % довірчого інтервалу для цієї константи моделі (4.12) становить 0,005. Зважаючи на той факт, що рівень податкової ефективності будівельних підприємств обґрунтовано на рівні двократної суми податкових зобов'язань будівельних підприємств, модальне значення цього нечіткого числа визначено в розмірі  $m_E = 0,404$ , коефіцієнт нечіткості встановлено в розмірі  $\sigma_{T_{\text{ПДБ}}_{t+1}} = 0,01$ , а функцію належності записано у вигляді (4.13):

$$\mu(u)_E = \exp\left(-\frac{1}{2} \cdot \left(\frac{u - 0,404}{0,01}\right)^2\right) \quad (4.13)$$

Нечітке L–R число на позначення податкової ефективності виконавця інвестиційного проекту запишеться так:

$$\tilde{E} = (0,404; 0,01; 0,01)_{LR} \quad (4.14)$$

Таким чином, граничний розмір державних гарантій як відсоток від вартості проекту ( $\alpha_{\text{rap}}$ ), може бути визначений як частка нечітких чисел  $\tilde{E}_{LR}$  (4.14) та  $\tilde{R}_{LR}$  (4.11). Підставляючи відповідні значення до формули (4.7), одержимо:

$$\begin{aligned} \tilde{E}_{LR} \div \tilde{R}_{LR} &\cong \left( \frac{0,404}{1,165}, \frac{0,404 \cdot 0,05 + 1,165 \cdot 0,01}{1,165^2}, \frac{0,404 \cdot 0,04 + 1,165 \cdot 0,01}{1,165^2} \right) = \\ &= (0,347; 0,024; 0,020). \end{aligned} \quad (4.15)$$

Граничний розмір державних гарантій у вигляді відсотку від вартості інвестиційного проекту характеризується більшою розмитістю, порівняно з податковою ефективністю: гауссова крива для  $\tilde{E}_{LR}$  більш «концентрована» Рівняння гауссової функції належності для граничного розміру державних гарантій таке:

$$\mu(u)_{\alpha_{\text{rap}}} = \begin{cases} \exp\left(-\frac{1}{2} \cdot \left(\frac{u - 0,347}{0,024}\right)^2\right), & 0 \leq u \leq 0,347; \\ \exp\left(-\frac{1}{2} \cdot \left(\frac{u - 0,347}{0,020}\right)^2\right), & u > 0,347. \end{cases} \quad (4.16)$$

Із (4.16) випливає, що з максимальним, 100-відсотковим рівнем упевненості можна стверджувати: граничний розмір коштів, які залучаються під державні гарантії, повинен становити близько 34,7 % вартості інвестиційного проекту. Можна дещо пом'якшити умови фінансування суспільно значущого інвестиційного проекту, встановивши чітке значення  $\alpha_{\text{гар}}$  на рівні 80 % альфа-зрізу для правої гілки кривої (4.16). Тоді уточнене значення граничного розміру коштів, які залучаються під державні гарантії, буде встановлене з такого співвідношення:

$$\exp\left(-\frac{1}{2} \cdot \left(\frac{\alpha_{\text{гар}}^* - 0,347}{0,020}\right)^2\right) = 0,8$$

$$\alpha_{\text{гар}} = 0,02 \cdot \sqrt{(-2) \cdot \ln 0,8} + 0,347 = 0,360. \quad (4.17)$$

Таким чином, економічно обґрунтована величина державних гарантій, наданих для фінансового забезпечення будь-яких інвестиційних проєктів, становить 36 % їхньої кошторисної вартості.

#### 4.4. МЕТОДИКА ОЦІНЮВАННЯ ЙМОВІРНОСТІ ДЕФОЛТУ ЗА БОРГОВИМИ ЗОБОВ'ЯЗАННЯМИ

##### 4.4.1. Методологічні підходи до оцінки ймовірності дефолту

Ризик невиконання боргових зобов'язань – дефолт – екстраординарна подія, попередження якої є одним із головних завдань управління державним боргом. У міжнародній та вітчизняній практиці до основних індикаторів, що використовуються при оцінюванні ризику дефолту, належить:

- 1) рівень державного боргу до ВВП;
- 2) середньозважений строк до погашення зобов'язань;
- 3) рівень процентних ставок за борговими зобов'язаннями;
- 4) кумулятивна ймовірність дефолту – *cumulative probability of default (CPD)*, що визначається з котирувань кредитних свопів – *credit default swap (CDS)*. Якщо рівень державного боргу і строк до погашення є фундаментальними і об'єктивними показниками, то процентні ставки та CDS можуть містити також суб'єктивну складову, здатну впливати на попередні показники шляхом збільшення видатків на обслуговування державного боргу.



При здійсненні емпіричних досліджень, включення зазначених вище індикаторів як незалежних змінних є проблематичним з огляду на такі обставини:

- для більшості країн, що не належать до розвинутих (власне у яких найчастіше і відбуваються дефолти за суверенними зобов'язаннями), відсутні довгі ряди даних про середньозважені строки до погашення та процентні ставки;
- перелік факторів, що впливають на здатність виконувати боргові зобов'язання, не обмежується лише цими індикаторами, що робить процес розрахунків громіздким.

Тому при дослідженні ризику невиконання боргових зобов'язань доцільно використовувати інтегральні показники. Одним із таких показників, що враховує зазначені індикатори (рис. 4.2), є відношення необхідного обсягу виконання боргових зобов'язань (погашення основної суми боргу ( $AM_t$ ) та процентних платежів ( $IP_t$ ) до ВВП на відповідний рік ( $GDP_t$ ):

$$\frac{AM_t + IP_t}{GDP_t} \cdot 100 \% . \quad (4.18)$$

При проведенні подальшого дослідження будемо вважати його універсальним показником рівня боргового навантаження уряду. Розрахунок цього показника для країн, у яких протягом дослідженого періоду (1997–2012 рр.) не зафіксовано дефолту, здійснювався на підставі даних ОЕСД про обсяг валових та чистих запозичень центрального уряду, та/або національних статистичних даних Туреччини, Бразилії та Мексики.

Ризики невиконання боргових зобов'язань обумовлюються не лише надмірним борговим навантаженням, на них впливають й інші фактори. Зокрема, боргова криза у Мексиці (1995 р.), Україні (1998 р.), Арген-



Рис. 4.2. **Взаємозв'язок між індикаторами ризику невиконання боргових зобов'язань**

Складено автором.

тині (2002 р.) розпочалася в умовах, коли боргові показники у передкризовому році перебували у некритичних межах.

Залежність фінансової системи від кон'юнктури на зовнішніх фінансових та товарних ринках є одним із таких факторів. Маючи на меті зниження вартості витрат на погашення і обслуговування боргу в короткостроковому періоді, а також рівня державного боргу відносно ВВП, уряди часто вдаються до практики стримування девальвації національних валют відносно валют, у яких здійснюються державні запозичення. Якщо в умовах сприятливої зовнішньої кон'юнктури це спрацьовує, хоча й за рахунок втрати конкурентоспроможності національних виробників, то в умовах кризових явищ така політика призводить не лише до погіршення показників боргового навантаження (зростання співвідношення боргу і боргових виплат в іноземній валюті до ВВП), а й дестабілізації внутрішньої банківської системи. За таких умов знайти ресурси для рефінансування боргових зобов'язань стає проблематичним, що змушує уряди вдаватися до примусової реструктуризації зобов'язань, встановлення валютного контролю та інших заходів, що класифікуються міжнародними рейтинговими агентствами як ознаки технічного дефолту.

Одним із загальноприйнятих індикаторів спроможності протидіяти зовнішнім кризовим явищам є відношення обсягу золотовалютних резервів до обсягу імпорту або до короткострокового обсягу зовнішнього боргу. Теоретично найбільш вдалим показником достатності резервів було б відношення їх обсягу до загальної суми обсягу імпорту та короткострокового боргу на кінець звітного періоду. Однак на практиці визначення такого показника ускладнюється відсутністю та недостовірністю даних про обсяг короткострокового рівня зовнішнього боргу, який протягом 1990-х та початку 2000-х років визначався за різними національними методиками, що робить ці дані непорівнюваними. Тому при розрахунку показника стійкості до зовнішніх кризових явищ замість обсягу короткострокового зовнішнього боргу використовуємо увесь зовнішній борг, звівши формулу розрахунку цього показника до такого вигляду<sup>198</sup>:

$$\frac{RES_{t-1}}{ED_{t-1} + IM_{t-1}} \cdot 100 \%, \quad (4.19)$$

<sup>198</sup> У випадку Греції відсутній ряд даних щодо обсягів зовнішнього боргу. Тому замість цього показника використано суму заборгованості за такими статтями статистичної бази Joint External Debt Hub: 1) Cross-border loans from BIS reporting banks; 2) Official bilateral loans 3) Multilateral loans; 4) International debt securities.

де:  $RES_{t-1}$  – обсяг золотовалютних резервів на кінець року, що передує прогнозованому періоду,  $ED_{t-1}$  – обсяг зовнішнього боргу на кінець року, який передує прогнозованому періоду,  $IM_{t-1}$  – обсяг імпорту протягом року, що передує прогнозованому періоду.

Можливість виконувати свої боргові зобов'язання залежить також від рівня розвитку країни. Чим розвинутіша економіка країни, тим більший рівень боргових зобов'язань вона може обслуговувати. Це обумовлюється кількома чинниками. По-перше, меншою залежністю розвинутих країн від кон'юнктури на зовнішніх товарних ринках. Такі країни експортують товари переважно з високою часткою доданої вартості, попит на які значно менше залежить від загальносвітової економічної кон'юнктури порівняно з сировинними матеріалами на експорті яких спеціалізуються країни, що не належать до розвинутих.

По-друге, гнучкішою фінансовою системою. Протягом кризових явищ на міжнародних фінансових ринках унаслідок необхідності повернення боргових зобов'язань за умов відсутності можливостей рефінансування, менш розвинуті країни стають чистими донорами більш розвинутих країн за показниками руху коштів у платіжному балансі.

Критерієм рівня економічного розвитку країни –  $ECON_{t-1}$  – було обрано відношення обсягу валового внутрішнього продукту (ВВП) за паритетом купівельної спроможності на одну особу в певній країні до відповідного показника в США протягом року, що передує прогнозованому.

Принциповим моментом при проведенні дослідження щодо ймовірності настання дефолту є фіксація цієї події. На наш погляд, найбільш доречним є використання даних одного з трьох міжнародних рейтингових агентств.

*Standard&Poor's* визначає дефолт як невиконання зобов'язань з погашення основної суми або нарахованих процентів на дату або протягом періоду визначеного в початковому договорі. До дефолту відносяться також випадки обміну зобов'язань на нові з гіршими умовами, без виплати адекватної компенсації. «Гірші умови» включають зменшення основної суми, збільшення строків обігу, нижчу ставку, іншу валюту або додаткові умови на користь емітента. Згідно з методикою *Standard&Poor's* навіть незначна різниця між умовами нових зобов'язань та тих, які підлягають обміну, може розглядатися як «проблемна» реструктуризація. В такому разі рейтинг зазначеного випуску облігацій знижується до категорії «D», а рейтинг *Issuer credit rating* – до категорії «SD».

Зазвичай, обмін зобов'язань не трактується як випадок дефолту. Однак, коли серед інвесторів є побоювання щодо платоспроможності держави та відбулося зниження суверенного рейтингу, важко визначити чи такий обмін відбувся на добровільних умовах. Адже згода на обмін може зумовлюватися очікуваннями невиконання зобов'язань у разі відмови від такого «проблемного» обміну. При прийнятті рішення чи відноситься конкретний випадок до «проблемного» обміну, *Standard&Poor's* оцінює, наскільки вірогідним є традиційний дефолт (невиконання платежів) за зобов'язаннями, що обмінюються у коротко- та довгостроковому періоді. При цьому береться до уваги поточний рейтинг боргових зобов'язань, що підлягають обміну<sup>199</sup>:

1. Якщо *Issuer credit rating* перебуває на рівні «B–», або нижче, такий обмін вважається «проблемним», або реструктуризацією.
2. Якщо *Issuer credit rating* перебуває на рівні «BB–», або вище, такий обмін не вважається «проблемним», або реструктуризацією;
3. Якщо *Issuer credit rating* перебуває на рівні «B+» або «B», рішення щодо класифікації обміну приймається на підставі котирувань облігацій, що обмінюються, та тих, на які обмінюють.

Відповідно до підходів *Moody's* суверенний дефолт пов'язаний із настанням таких подій:

1. Пропущення або затримка передбачених виплат процентів або основної суми боргу (за винятком пропущених платежів, що були виплачені протягом встановленого у контракті пільгового періоду) відповідно до умов, визначених у кредитній угоді або проспекті емісії облігацій.
2. Проблемний обмін – реструктуризація зобов'язань, що здійснюється за таких умов:
  - емітент пропонує кредиторам нові або реструктуризовані боргові зобов'язання, новий пакет цінних паперів, грошові кошти або активи на суму, меншу, ніж обсяг первісних боргових зобов'язань;
  - цей обмін дає можливість уникнути дефолту в майбутньому.

Таке визначення покликане фіксувати події, які змінюють відносини між держателем боргу та емітентом, визначені у первинній угоді, внаслідок чого кредитор зазнає економічних втрат.

<sup>199</sup> When would a «Reprofiling» of Sovereign Debt Constitute a Default? [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://blogs.lesechos.fr/IMG/pdf/S\\_and\\_P\\_.pdf](http://blogs.lesechos.fr/IMG/pdf/S_and_P_.pdf).

Хоча й рідко, але виникають ситуації, коли певні дії уряду, що призводять до зміни відносин між ним та кредиторами, в результаті яких останні несуть економічні втрати, також класифікуються як випадок дефолту. Наприклад, якщо уряд запроваджує податок (окрім загального податку на фінансові активи) на дохід від процентних платежів певного класу державних боргових інструментів, така подія є ознакою дефолту. Відмова в односторонньому порядку від індексації індексованих облигацій, примусове збільшення строків обігу, зміна валюти зобов'язань також є випадками дефолту.

Міжнародні рейтингові агентства при визначенні рейтингової події зазвичай розглядають лише суверенні зобов'язання, тобто ті, які випущені безпосередньо урядом. Але в окремих випадках, зокрема у випадку наявності значних обсягів гарантованого боргу відносно загального обсягу державного боргу, невиконання зобов'язань, за зобов'язаннями, гарантованими урядом, також може розглядатися як рейтингова подія. Натомість дефолт емітента, який перебуває в 100-відсотковій власності держави та/або під повним контролем держави, як правило, не розглядається як подія суверенного дефолту, навіть якщо дефолт є прямим результатом дій суверенного емітента. Зазначимо, що міжнародні рейтингові агентства здебільшого акцентують увагу на невиконанні суверенних боргових зобов'язань перед ринковими кредиторами. Це пов'язано з тим, що умови реструктуризації зобов'язань перед офіційними кредиторами можуть визначатися не економічними, а політичними чинниками, а також відсутністю інформації про котирування таких зобов'язань тощо.

Зважаючи на зазначене, показником, що найповніше характеризує ефективність виконання суверенних боргових зобов'язань, взятий рейтинг *Standard&Poor's* за групами боргових зобов'язань у національній та іноземній валютах – *Issuer credit rating*. Якщо суверену за однією з двох зазначених груп зобов'язань було присвоєно рейтинг «SD», вхідній залежній змінній, що відображає ймовірність дефолту –  $DEF_t$  присвоюється значення «1», якщо рейтинг вищий ніж «0».

Однак при використанні цього підходу зроблено два винятки:

- 1) для України *Standard&Poor's* оприлюднило свій рейтинг лише у 2001 р. З огляду на наявність усіх даних, необхідних для розрахунку незалежних змінних, як вхідні дані для залежної змінної було використано інформацію про події невиконання окремих боргових зобов'язань, оприлюднену рейтинговим агентством *Moody's*;

2) для Аргентини дефолтний рейтинг у 2002 р. присвоєно у зв'язку з оголошенням уряду про неможливість виконувати боргові зобов'язання у 2003 р. Тому при присвоєнні значень залежній змінній подія дефолту зміщена з 2002 на 2003 р.

Крім того, прийнято рішення щодо прогнозування появи дефолту, а не перебування у стані дефолту протягом подальших років. Відповідно, якщо уряд декілька років поспіль перебуває у стані дефолту, до уваги беруться лише дані першого року. Це пов'язано з тим, що у випадку перебуваючи у стані дефолту, здійснювати нові запозичення практично неможливо, тому втрати уряду від подальшого перебування у цьому стані зменшуються. Натомість збільшуються вигоди для уряду, пов'язані з покращенням умов «проблемної» реструктуризації, оскільки збільшується психологічний тиск на кредиторів, які бояться залишитися ні з чим.

Визначивши всі необхідні вхідні дані для проведення емпіричного дослідження, зроблено припущення, що взаємозв'язок між ймовірністю невиконання боргових зобов'язань та незалежними змінними має таку форму пробіт-регресії:

$$\Pr(y_i = 1 | x_i, \beta) = 1 - \Phi(-x_i'\beta) = \Phi(x_i'\beta) \quad (4.20)$$

де:  $\Phi$  – кумулятивний розподіл функції стандартного нормального розподілу;  $i$  – номер вхідних незалежних змінних (показник боргового навантаження, показник зовнішньої стійкості, показник рівня економічного розвитку країни).

#### 4.4.2. Визначення необхідного обсягу виплат за суверенними борговими зобов'язаннями у країнах, в яких відбувся дефолт

**Аргентина.** У грудні 2001 р. після низки спроб збалансувати бюджет та уникнути реструктуризації боргових зобов'язань відбулося суттєве зниження податкових надходжень та ускладнення доступу на фінансовий ринок, що змусили уряд шукати інший спосіб урегулювання заборгованості шляхом «добровільного» обміну зобов'язань. Планувалося, що спершу будуть реструктуризовані зобов'язання перед резидентами – «Фаза 1», а потім зобов'язання перед нерезидентами – «Фаза 2». Таке розмежування здійснювалося з метою надання певних переваг внутрішнім фінансовим установам та пенсійним фондам. На момент завершення реструктуризації відповідно до «Фази 1» наприкінці грудня змінився

уряд і за зобов'язаннями, що не підпадали під реструктуризацію, відбувся дефолт.

Сутністю реструктуризації «Фази 1» був обмін облігацій на «гарантовані» кредити. «Гарантією» погашення кредитів мали стати надходження від спеціального податку на фінансові трансакції. Більше того, кредиторам надавалася можливість скасувати угоду про реструктуризацію та отримати назад «старі» облігації, якщо умови гарантованих позик будуть змінені у майбутньому. В обмін на отримання гарантій були зменшені ставки доходності та збільшений термін обігу.

Крім того, було внесено декілька поправок до законодавства, що мали стимулювати кредиторів до прийняття пропозиції, зокрема зміна стандартів бухобліку, які надавали змогу банкам та пенсійним фондам оцінювати нові інструменти згідно з номінальною вартістю, а не ринковою. Однак основним стимулом обміну стали побоювання, що у разі відмови від реструктуризації уряд проведе примусову реструктуризацію на ще гірших умовах. Рейтингове агентство Standard and Poor's визнало таку реструктуризацію як технічний дефолт, понизивши рейтинг Аргентини до категорії «вибірковий дефолт» (selective default – SD).

Обмін облігацій був досить успішним, зважаючи, що практично всі боргові зобов'язання уряду, які були у власності банків, місцевих пенсійних фондів та інших резидентів, були реструктуризовані – 41,7 млрд дол. США, що надавало змогу лише в 2002 р. зменшити процентні платежі на 2,35 млрд дол. США та виплати за рахунок погашення основної суми – 2,5 млрд дол. США.

Через деякий час після реструктуризації «Фази 1» фінансовий стан банків різко погіршився, що змусило їх встановити обмеження на зняття депозитів. Це спровокувало новий виток політичної нестабільності та зміну уряду. Нова адміністрація оголосила про дефолт за всіма видами державних боргових зобов'язань і згодом девальвувала національну валюту. Оскільки більша частина боргу була номінована у доларах США, рівень боргового навантаження різко збільшився. Як наслідок, у лютому 2002 р. уряд вирішив перевести («*pesify*») заборгованість за гарантованими позиками, що були здійснені у грудні 2001 р., а також багатьма іншими зобов'язаннями, випущеними відповідно до внутрішнього законодавства та номінованими у доларах США на загальну суму близько 58 млрд дол. США, у національну валюту. Облігації у доларах США мали бути конвертовані за курсом 1,4 песо за долар, з можливістю індексації платежів з погашення основного боргу та процентних платежів на рі-

вень інфляції. Крім того, за більшістю зобов'язань (крім найбільш довгострокових) було знижено і ставки доходності до 2 % річних.

Хоча як такого обміну, старих зобов'язань на нові, не було – уряд у примусовому порядку змінив умови боргових зобов'язань, інвесторам надавалася можливість повернути зобов'язання в іноземній валюті, що обмінювалися протягом «Фази 1». Відповідно до оцінок, власники врегульованих зобов'язань («*pesified loans*») на суму 3,65 млрд дол. США вибрали цей варіант. Крім того, кредитори, які утримували в портфелі 16,3 млрд цих позик (переважно пенсійні фонди), відмовилися від обох пропозицій та подали судові позови проти уряду. Пізніше, в серпні 2003 р., уряд видав постанову, яка ініціювала «редоларизацію» цих позик.

Після «Фази 1» та проведення другого етапу реструктуризації, що отримав назву «*pesification*», залишалася невирішеною проблема міжнародних боргових зобов'язань, які були емітовані до дефолту і перебували у власності нерезидентів та деяких резидентів, що не бажали брати участі у реструктуризації «Фаза 1» на суму приблизно 81,2 млрд дол. США, з яких борг федерального уряду, що не підпадав під дію «Фази 1», – 61,2 млрд дол. США.

У вересні 2003 р. уряд оприлюднив перший варіант плану реструктуризації зазначеного боргу, відомого під назвою «Дубайські положення» (*Dubai guidelines*), головним змістом яких було зменшення теперішньої вартості зобов'язань до 75 %. Після запеклого опору кредиторів і низки судових позовів, 1 червня 2004 р. уряд представив модифікований план, відомий як «Пропозиції Буенос-Айресу» (*Buenos-Aires proposal*), відповідно до якого інвесторам запропоновано три види цінних паперів – облігацій з купонними платежами з незмінною номінальною вартістю, дисконтні облігації із значним зниженням номіналу та квазікупонні облігації з індексованою доходністю. Запропоновано також нововведення, що передбачали можливість збільшення платежів відповідно до зростання ВВП.

Пропозиція була відкрита з 12 січня по 25 лютого 2005 р. На неї приїшли 76,1 % власників боргових зобов'язань на суму 35,3 млрд дол., з них 15 млрд дол. були реструктуризовані на облігації з купонними платежами, 11,9 млрд дол. – на дисконтні облігації та 24,3 млрд песо (8,3 млрд дол. США) – на квазікупонні облігації.

Незважаючи на те, що дефолт у Аргентині відбувся у грудні 2001 р., він спричинив неможливість здійснення платежів за борговими зобов'язаннями у 2002 р. Тому, здійснюючи емпіричне дослідження, у вхідних



даних подія дефолту зміщена з 2001 р. на 2002 р. Також відмінною від загальноприйнятної у цьому дослідженні є методика визначення необхідного обсягу виплат за борговими зобов'язаннями. З огляду на значний перелік боргових інструментів, що здійснювалися у три фази, визначення обсягу необхідних, однак невиконаних платежів є досить складним завданням. Тому згаданий показник визначено на підставі даних про необхідний обсяг погашень у 2001 р., зміни валютного курсу та номінального ВВП.

Головна суть підходу полягає у припущенні, що необхідний обсяг платежів на виконання боргових зобов'язань за незмінного валютного курсу та номінального ВВП був би таким самим, як і в 2001 р. – 12,5 % ВВП (табл. 4.11). Однак, внаслідок девальвації національної валюти з 1 до 3,06 песо за дол. США, обсяг платежів за борговими зобов'язаннями в іноземній валюті, який станом на початок 2002 р. становив 96,8 % усього обсягу боргу, збільшився в 3,06 раза. Зважаючи на це, а також на зрос-

Таблиця 4.11

### Розрахунок необхідного обсягу виплат за державними борговими зобов'язаннями в Аргентині

Рік	Необхідні виплати, % ВВП*	Фактичні виплати, млрд песо			ВВП, млрд песо
		Усього	Погашення основного боргу	Процентні платежі	
2001	12,5	33,7	22,7	10,9	269
2002	32,3	19,1	13,2	5,9	312
2003	17,9	67,3	59,7	7,6	376
2004	11,8	52,8	39,4	13,4	447
2005	11,9	63,5	47,3	16,2	531
2006	10,9	71,3	58,4	12,9	654
2007	10,0	81,1	63,1	18,0	811
2008	8,7	90,2	67,8	22,4	1 032
2009	9,2	105,1	77,3	27,8	1 145
2010	8,7	124,8	99,3	25,5	1 442
2011	10,1	186,6	143,5	43,2	1 840
2012	11,2	242,4	195,2	47,2	2 162

\* У 2001 р. та протягом 2003–2012 рр. цей показник визначався як відношення фактичних виплат до ВВП. У 2002 р. – на підставі даних про необхідний обсяг погашень у 2001 р., зміни валютного курсу та номінального ВВП.

Джерело: дані Міністерства економіки Аргентини та розрахунки автора.

тання номінального ВВП у 2002 р. з 269 до 312 млрд песо, було отримано приблизний обсяг необхідних виплат за борговими зобов'язаннями у 2002 р. – 32,3 % ВВП<sup>200</sup>.

**Греція.** В результаті чергового загострення боргової кризи міжнародна трійка (ЄС, ЄЦБ та МВФ) ініціювала перед урядом Греції пропозицію щодо необхідності реструктуризації боргу перед приватними кредиторами. У березні 2012 р. уряд Греції досяг згоди з більшістю приватних кредиторів. Із 177 млрд євро суверенних зобов'язань перед приватними кредиторами, власники облігацій на 152 млрд євро підписали з урядом угоду про обмін старих зобов'язань на зобов'язання із довшими строками обігу та зменшеними процентними ставками, що передбачала списання більше половини від номінального обсягу боргу. Решта власників облігацій на суму 9 млрд євро, які не погодилися на цю угоду, були змушені її підписати. Закон, прийнятий перед цим у Греції, зобов'язував усіх приватних кредиторів – власників облігацій здійснювати обмін, якщо більше двох третин інвесторів погодилися на відповідну угоду. Власники облігацій на суму 20 млрд євро, випущених державними компаніями та гарантованих грецьким урядом, також були залучені до цієї угоди.

Пошук даних про необхідні обсяги платежів за борговими зобов'язаннями центрального уряду Греції ускладнений тим, що до 2010 р. дані, відображені у статті «Амортизаційні платежі», не включали виплат за борговими інструментами, що були випущені протягом відповідного року. Протягом 2002–2008 рр. частка короткострокового боргу не перевищувала 10 %, що дає підстави стверджувати про близькість звітних та фактичних валових, за підсумками року, платежів з погашення боргу центрального уряду. Натомість, до 2002 р. та протягом 2008–2009 рр., коли частка короткострокового боргу була вищою, стаття «Амортизаційні платежі» не враховувала значно більший обсяг виплат за короткостроковими борговими зобов'язаннями.

Альтернативний підхід до визначення обсягів платежів з погашення боргу центрального уряду полягає у співвідношенні обсягу випуску державних цінних паперів та статті «Чисті прийняття зобов'язань (цінні папери інші ніж акції)» (*Net incurrence of liabilities (securities other than shares)*). Обсяг виплат з погашення державних цінних паперів протягом 1999–2007 рр. перевищує обсяг погашення відповідно до даних офіцій-

<sup>200</sup>  $12,5 \cdot (0,032 + (1 - 0,032)) \cdot 3,06 / 1 \cdot 269 / 312$ .

ної статистики на величину виплат з погашення короткострокових боргових, зобов'язань емітованих протягом відповідного року.

При цьому альтернативний підхід визначення обсягів платежів з погашення боргу також може недооцінювати загальний обсяг фактично здійснених платежів, оскільки не враховує виплати з погашення інших видів боргових зобов'язань, відмінних від державних цінних паперів (наприклад, виплати з погашення кредитів). Зокрема, у 2008 р. згідно з офіційними даними обсяг погашення становив 26,2 млрд євро, тоді як за альтернативним підходом – 16,9 млрд євро.

З огляду на це фактичними даними щодо валових обсягів погашення боргових зобов'язань протягом 1999–2009 рр. запропоновано розглядати більшу величину з поміж офіційних даних та розрахункових даних щодо обсягів погашення державних цінних паперів. Згідно з нашими розрахунками, така величина становила 37,7 млрд євро у 2009 р., 42 – у 2010 р., 62,2 – у 2011 р. та 70,9 млрд євро у 2012 р.

Для визначення невиконаних під час дефолту зобов'язань необхідно розглянути деталі реструктуризації, проведеної у березні 2012 р. Трійка кредиторів, погодившись надати другий транш уряду Греції, висунули перед ним три вимоги:

- 1) укласти угоду з приватними кредиторами, що були власниками державних цінних паперів, щоб списання 50 % основної суми боргу, зменшивши доходність за рештою суми боргових зобов'язань до 3,5 %;
- 2) запровадити заходи щодо бюджетної економії для того, щоб зменшити рівень бюджетного дефіциту до прийняттого рівня;
- 3) підписати угоду між основними політичними силами, яка б гарантувала реалізацію жорстких бюджетних обмежень навіть після виборів у квітні 2012 р.

21 лютого 2012 р. Єврогрупа погодила остаточний план надання уряду Греції фінансової допомоги в обсязі 100 млрд євро, який також передбачав зниження процентної ставки за виданими кредитами до рівня Euribor+150 базових пунктів. Також країни – члени ЄС зобов'язалися спрямовувати весь прибуток своїх центральних банків до 2020 р. на придбання боргових зобов'язань уряду Греції за зниженими ставками.

Близько 19,7 млрд євро становив борг за суверенними і гарантованими державою зобов'язаннями, що були випущені згідно з англійським законодавством. В угоді про випуск цих облігацій був закладений пункт

«про колективні дії» (*collective action clause*) власників окремих випусків облігацій<sup>201</sup>.

Натомість переважна більшість суверенних облігацій Греції, випущених відповідно до грецького законодавства (на загальну суму 177,3 млрд євро), не містила таких положень про колективні дії, тобто зазначені облігації не могли бути реструктуризовані без одностайної згоди всіх власників облігацій. Зважаючи на це, 23 лютого 2012 р. був прийнятий закон (*Greek Bondholder Act, 4050/12, 23. February 2012*), що давав змогу здійснювати реструктуризацію облігацій, випущених відповідно до грецького законодавства, за згоди переважної більшості власників – 2/3 голосів на кворумі власників, не менш ніж 50 % номінальної вартості внутрішніх облігацій.

Особливістю положень цього закону стало те, що прийняті на кворумі рішення стосувалися усіх власників внутрішніх суверенних облігацій, котрі перебували в обігу, а не лише власників окремих випусків. Це, а також низький поріг прийняття рішення, дало можливість реструктуризувати всі внутрішні облігації, що перебували у приватній власності.

Натомість, про відмову від реструктуризації облігацій, гарантованих державою або випущених державою відповідно до законодавства Греції, заявили 4,3 % власників цих зобов'язань, 44,1 % – державних та гарантованих державою облігацій, випущених відповідно до англійського законодавства, 20,6 % – державних та гарантованих державою облігацій, випущених відповідно до законодавства Італії та Японії та 100 % – за однією державною облігацією випущеною у Швейцарії (табл. 4.12).

<sup>201</sup> Пункт про колективні дії (*collective action clause*) надає змогу визначеній більшості власників облігацій погодитися на угоду про реструктуризацію боргу. При цьому, рішення пункту про колективні дії може передбачати, що рішення, прийняті на кворумі кредиторів, є юридично обов'язковими для всіх власників облігацій, у тому числі тих, які проголосують проти реструктуризації, або стосуватися лише власників, які проголосували за це рішення. Як правило, рішення на кворумі приймаються більшістю, що становить від 66,67 до 75 % у випадку голосування на першому кворумі, та від однієї третини до 50 % – на другому кворумі, який проводиться у разі відсутності необхідної кількості учасників на першому кворумі. У відповідності з законодавством більшості країн пункт про колективні дії передбачає голосування в межах окремих випусків облігацій. Натомість, міжнародні фінансові організації та уряди розвинених країн намагаються запровадити практику, відповідно до якої рішення приймаються та розповсюджуються на приватних кредиторів усіх видів зобов'язань.

Таблиця 4.12  
**Обсяги реструктуризації державних та гарантованих урядом Греції зобов'язань у 2012 р.**

Види облігацій	Облігації, що перебувають у власності приватних кредиторів		Спроба доповнення	Відмова від реструктуризації (Holdouts), %
	Сума, млрд євро	% загальної кількості		
Державні облігації, випущені відповідно до законодавства Греції	177,3	86,2	Так, в цілому	0,0
Гарантовані державою зобов'язання, випущені відповідно до законодавства Греції (міноборони, залізниця тощо)	6,7	3,3	Ні	4,3
Державні та гарантовані державою зобов'язання, випущені відповідно до англійського законодавства	19,9	9,7	У розрізі облігацій	44,1
Державні та гарантовані державою зобов'язання, випущені відповідно до законодавства Італії та Японії	1,2	0,6	Ні	20,6
Одна державна облігація, випущена відповідно до законодавства Швейцарії	0,5	0,3	Так	100,0
Усього	205,6	100,0	–	3,1

Джерело: The Greek Debt Restructuring // An Autopsy, 2013 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=5343&context=facultyscholarship>.

Умови реструктуризації боргу перед приватними кредиторами були такими:

- 1) 15 % від номінальної вартості старих облігацій інвестори отримали у вигляді векселів Європейського фонду фінансової стабільності (*European Financial Stability Facility – EFSF*), з яких 50 % погашалися в березні 2013 р. з купоном 0,4 % річних, а інші 50 % – в березні 2014 р. з купоном у розмірі 1 %;
- 2) 31,5 % номінальної вартості старих облігацій були реструктуризовані у 20 нових довгострокових облігацій випущених відповідно до англійського права з різними термінами до погашення – починаючи від 2023 р. по 2042 р. Процентні ставки встановлені на рівні 2 % річних протягом 2012–2015 рр., 3 % – протягом 2016–2020 рр., 3,65 % – у 2021 р. та 4,3 % річних протягом 2022–2042 рр.;
- 3) набір цінних паперів, що гарантують власникам нових довгострокових облігацій збільшення купону до 1 % понад встановлений рівень у випадку, якщо зростання реального і номінального ВВП перевищуватиме встановлені межі, які відповідають прогнозу МВФ щодо зростання ВВП, починаючи з 2015 р. Номінальна вартість цих облігацій протягом 2024–2042 рр. щорічно зменшуватиметься на 5 %, що відповідає плану погашення облігацій, визначених у попередньому підпункті. Тобто номінальна сума облігацій буде використовуватися лише для коригування купонних платежів, визначених у попередньому підпункті в сторону збільшення, а основна сума боргу за цими облігаціями є умовною.

Таким чином, в результаті проведеної реструктуризації, обсяг списаної приватними кредиторами суми основного боргу становив майже 110 млрд євро<sup>202</sup>, в тому числі з терміном погашення у 2012 р. – на суму 11,8 млрд євро (табл. 4.13).

Крім того, внаслідок проведеної реструктуризації відбулося зменшення процентних платежів за зобов'язаннями перед приватними і офіційними кредиторами. Відповідно до розрахунків, наведених у табл. 4.13, відбулося зменшення процентних платежів перед приватними кредиторами на 7,5 млрд євро.

Зменшення процентних платежів відбулося також і за боргом перед країнами ЄС – на 150 базових пунктів. Вважаючи, що станом на початок 2012 р. обсяг позик, наданих країнами ЄС в рамках Механізму фінансової підтримки (*Financial Support Mechanism loans*), становили 73 млрд євро,

<sup>202</sup>  $205,6 \cdot (1 - 0,031) \cdot (1 - 0,15 - 0,315)$ .

Таблиця 4.13  
**Розрахунок сум списаного основного боргу, термін погашення якого припадає на 2012 р.**

Емітент	ISIN	Емітовані відповідно до законодавства	Термін погашення	Сума у власності приватних кредиторів, млн євро	Відмова від реструктуризації (Holdouts), %	Сума списаного основного боргу, млн євро
Уряд Греції	GR0110021236	Греції	20.03.12	9765,6	0	5224,6
Уряд Греції	GR0124018525	Греції	18.05.12	4665,7	0	2496,1
Уряд Греції	GR0124020547	Греції	20.06.12	413,7	0	221,3
Уряд Греції	GR0106003792	Греції	30.06.12	140,3	0	75,1
Уряд Греції	GR0114020457	Греції	20.08.12	4586	0	2453,5
Уряд Греції	GR0326042257	Греції	22.12.12	2026,3	0	1084,1
Уряд Греції	GR0508001121	Греції	31.12.12	22,9	0	12,3
Уряд Греції	XS0147393861	Англії	15.05.12	450	97	7,2
Грецька залізниця	FR0000489676	Англії	13.09.12	200	97	3,21
Міський транспорт Афін	GR2000000106	Греції	13.07.12	350	0	187,2

Складено за: Hellenic Republic Public Debt Bulletin, December 2011 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.minfin.gr/content-api/f/binaryChannel/minfin/datastore/11/e9/47/11e94797847da1484fb1e58e1b7d2bfa295ef500/application/pdf/Bulletin\\_No64.pdf](http://www.minfin.gr/content-api/f/binaryChannel/minfin/datastore/11/e9/47/11e94797847da1484fb1e58e1b7d2bfa295ef500/application/pdf/Bulletin_No64.pdf).

обсяг зменшення процентних платежів за цими зобов'язаннями дорівнював 1,1 млрд євро (табл. 4.14).

Таким чином, внаслідок проведеної у 2012 р. реструктуризації боргу загальний обсяг зменшення виплат основної суми та процентних платежів становив 20,3 млрд євро, в тому числі зменшення процентних платежів – 8,6 млрд євро. Необхідний обсяг боргових виплат з погашення основної суми боргу визначався як сума фактичних платежів, а також запланованих, однак невиконаних платежів відповідно до угод, чинних до моменту реструктуризації, і становив 101,3 млрд євро, або 52,3 % ВВП.

Таблиця 4.14

**Розрахунок суми зменшення процентних платежів внаслідок проведення реструктуризації зобов'язань Греції у 2012 р.**

Показники	Обсяг зобов'язань, що були списані або реструктуризовані, млрд євро	Середньозважена процентна ставка у 2011 р., %	Нові процентні ставки у 2012 р., %	Обсяг зменшення процентних платежів, млрд євро
<i>Зобов'язання перед приватними кредиторами</i>				
Списані боргові зобов'язання	104,7	4,5	0,0	4,7
Векселі EFSF	29,4	4,5	0,4	1,2
Нові довгострокові боргові зобов'язання	61,7	4,5	2,0	1,5
<i>Зобов'язання перед країнами ЄС в рамках Механізму фінансової підтримки</i>				
Кредити	73,2	Euribor+5,5	Euribor+3,5	1,1
Загальний обсяг зменшення процентних платежів				8,6

Складено автором.

**Росія.** Протягом 1998–1999 рр. уряд Росії перебував у стані дефолту за різними видами державних боргових зобов'язань. Зокрема 17 серпня 1998 р. уряд оголосив про відсутність можливості здійснювати погашення та обслуговування дисконтних короткострокових державних казначейських облігацій – ГКО та облігацій з виплатою купонів – ОФЗ (рос. – облигации федерального займа). На дату оголошення про реструктуризацію державних цінних паперів номінальний обсяг ГКО та ОФЗ,



що перебували в обігу, становив 387,05 млрд руб., з них 216,67 млрд руб. – ГКО, 127,65 млрд руб. – ОФЗ-ПД та 42,73 млрд руб. – ОФЗ-ПК. Основними власниками були нерезиденти – 119,1 млрд руб. (30,76 %); Банк Росії – 98,2 (25,38), Ощадбанк РФ – 90,4 (23,36), комерційні банки – 53,1 млрд руб. (13,72 %), небанківський сектор (юридичні особи) – 22,6 (5,84), фізичні особи – 3,65 млрд руб. (0,94 %).

Станом на 14 серпня 1998 р. заборгованість за всіма випусками ГКО і ОФЗ з погашенням до 31 грудня 1999 р. за номіналом становила 281 млрд руб. З купонними виплатами загальна заборгованість дорівнювала 314 млрд руб., у тому числі протягом періоду з дати оголошення про припинення виплат і до кінця 1998 р. – 122 млрд руб. (табл. 4.15) та протягом 1999 р. – 192 млрд руб.

Зважаючи на те, що протягом 1999 р. обсяг виплат грошовими коштами за «старими» зобов'язаннями та в результаті новації становив 31,2 млрд руб., обсяг невиконаних зобов'язань у 1999 р. – 161 млрд руб. Крім невиконання зобов'язань за ГКО та ОФЗ, уряд Росії у 1998–1999 рр. не зміг виконати зобов'язання і за зовнішнім боргом.

Перший випадок трапився 2 грудня 1998 р., коли настав термін виплати купонного доходу за облігаціями Prin і IAN – цінними паперами, емітованими в результаті реструктуризації заборгованості колишнього СРСР Лондонському клубу банків-кредиторів. Цей платіж мав складатися з двох частин: 216 млн дол. купонного доходу по IAN повинні були бути повністю виплачені грошовими коштами, а 724 млн дол.

Таблиця 4.15

**Структура ринку ГКО та ОФЗ станом на 17.08.1998 за номіналом,  
млрд руб.**

Показники	ГКО та ОФЗ за номіналом	Заборгованість за ГКО/ОФЗ, включаючи купонні платежі	у тому числі за ГКО та ОФЗ терміном погашення до 01.01.1999
ЦБР	124,1	87,0	33,8
Нерезиденти	141,6	99,2	38,6
Інші резиденти	177,6	124,5	47,5
Всього	448,0	314,0	122,0

Джерело: Обзор экономической политики в России за 1998 год / Фонд «Бюро экономического анализа». – М., 1999 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [http://uisrussia.msu.ru/docs/http/www.budgetrf.ru/Publications/Magazines/bea/review/1999/bea1998review/bea1998review\\_07ch/Excel/bea1998review\\_07ch020.xls](http://uisrussia.msu.ru/docs/http/www.budgetrf.ru/Publications/Magazines/bea/review/1999/bea1998review/bea1998review_07ch/Excel/bea1998review_07ch020.xls).

процентних виплат по Prin – у співвідношенні 50:50 – грошовими коштами та облігаціями IAN. Згідно з умовами випуску цих цінних паперів протягом 15 робочих днів з моменту настання офіційної дати виплати емітенту надавався пільговий період (до 29 грудня 1998 р.), під час якого платник міг вирішити проблеми, пов'язані з платежами, без оголошення дефолту за облігаціями.

В кінці листопада російський уряд звернувся до Лондонського клубу кредиторів з пропозицією щодо реструктуризації заборгованості за облігаціями Prin таким чином, щоб купонний доход, принаймні в 1998 р., був виплачений інструментами типу IAN (умови обслуговування останніх залишаються при цьому незмінними: 30 листопада РФ переказала на рахунки платіжних агентів необхідну суму для виплати купонного доходу по них). Однак ця домовленість була досягнута з 72 % власників Prin лише з необхідних 95 %.

Таким чином, 29 грудня папери Prin перейшли в стан технічного дефолту (невиконання емітентом своїх зобов'язань без формального визнання дефолту міжнародними агентами випуску) за статтею невиконання заздалегідь обумовленої суми купонного доходу в сумі 362 млн дол., або 7,6 млрд руб.

На початку 1999 р. уряд Росії заявив, що надалі обслуговуватиме грошовими коштами лише зобов'язання, які утворилися після 1992 р., натомість визнані Росією борги колишнього СРСР запропонував реструктуризувати. Зокрема, міністерство фінансів виплатило 105 млн дол. в рахунок погашення купона по шостому і сьомому траншах «вебовок», які були емітовані в 1996 р. і призначалися для погашення комерційної заборгованості РФ, тоді як попередні – для реструктуризації заморожених валютних вкладів у Внешкономбанку. Відповідно платежі за третім траншем ОВВЗ (облігації внутрішніх валютних запозичень) у квітні 1999 р. в обсязі 672 млн дол. були невиконані. Лише 14 листопада 1999 р. було оприлюднено план щодо їхньої реструктуризації.

Третій випадок невиконання зобов'язань відбувся 2 червня 1999 р., коли уряд Росії уже вдруге не виплатив чергового купонного траншу за облігаціями Prin та IAN. Загалом у 1999 р. обсяг невиконаних зобов'язань перед Лондонським клубом кредиторів збільшився на 2,6 млрд дол. і становив на кінець року понад 3 млрд дол.

Таким чином, обсяг невиконаних та в примусовому порядку реструктуризованих зобов'язань у 1998 р. дорівнював 130 млрд руб., з яких 7,6 млрд – невиконання за облігаціями Prin та 122 млрд – за ГКО та ОФЗ.

У 1999 р. обсяг невиконаних зобов'язань становив 228 млрд руб., з яких невіплата за цінними паперами Prln, IAN та OBB3 – 67 млрд та 161 млрд за ГКО та ОФЗ.

Отже, обсяг необхідних виплат за державними борговими зобов'язаннями у 1998 р. у випадку повного і вчасного виконання боргових зобов'язань становив би 666 млрд руб. або 25,3 % ВВП (табл. 4.16).

Таблиця 4.16

### Розрахунок необхідного обсягу виплат за державними борговими зобов'язаннями у Росії

Рік	Необхідні виплати, % ВВП	Фактичні виплати, млрд руб.			Обсяги невиконаних зобов'язань протягом відповідного року, що були реструктуризовані, млрд руб.		
		Всього	Погашення	Виплата відсотків	Всього	PRIN, IAN та OBB3	ГКО та ОФЗ
1997	23,4	430	312	119	–	–	–
1998	25,3	388	239	149	130	8	122
1999	12,4	206	43	163	228	67	161
2000	19,4	1 161	903	258	–	–	–
2001	8,8	552	321	231	–	–	–
2002	7,9	621	392	230	–	–	–
2003	8,9	949	728	221	–	–	–
2004	4,9	626	421	205	–	–	–
2005	6,1	1 102	895	208	–	–	–
2006	4,5	1 043	874	169	–	–	–
2007	1,8	461	307	153	–	–	–
2008	1,4	423	270	153	–	–	–
2009	1,6	445	269	176	–	–	–
2010	1,8	628	433	195	–	–	–
2011	1,7	684	421	263	–	–	–
2012	1,6	747	485	263	–	–	–

Складено за даними російських джерел і розрахунками автора.

**Україна.** У зв'язку з кризовими подіями у Росії перспективи залучення нових запозичень від нерезидентів значно погіршились. Внутрішні інвестори, зокрема банки, в умовах погіршення ліквідності не могли продовжувати фінансування бюджету у попередніх обсягах. Це змусило Міністерство фінансів України вдатися до реструктуризації накопиченого боргу за ОВДП.

Відповідно до Постанови Кабінету Міністрів України «Про випуск конверсійних облігацій внутрішньої державної позики 1998 року» від 25.08.1998 № 1343 випуск конверсійних облігацій визначений в обсязі до 3 млрд грн. Конверсійні облігації були випущені з метою заміни ОВДП з датами погашення до 27 серпня 1999 р. включно, що перебували у власності резидентів. Ставки дохідності за перші два купонні періоди встановлені у розмірі 40 % річних. За наступними купонними періодами встановлена ставка дохідності в розмірі середньозваженої дохідності облігацій внутрішніх державних позик з терміном погашення шість місяців, яка фіксується Мінфіном на аукціонах з їх розміщення упродовж одного місяця за 15 днів до початку відповідного купонного періоду та збільшена на 1 %. У випадку, коли розмір процентного доходу не може бути визначений через непроведення аукціонів з розміщення облігацій внутрішніх державних позик з терміном погашення шість місяців, його розмір визначається за 15 днів до початку відповідного купонного періоду як середньозважена величина ставки рефінансування Національного банку. Термін обігу 3–5,5 року з кінцевою датою погашення у 2004 р.

З 27 по 31 серпня 1998 р. уряд провів конверсію ОВДП у конверсійні облігації першого випуску. Добровільно в обмін взяли участь 16 українських банків, які конвертували облігації внутрішньої державної позики на суму 803 млн грн, або 35 % загального обсягу облігацій у власності банків-резидентів (1400 млн грн) на конверсійні ОВДП вартістю 687,3 млн грн.

Уряд видав постанову «Про додатковий випуск середньострокових конверсійних облігацій внутрішньої державної позики 1998 року» від 28.08.1998 № 1343, в якій власникам СОВДП та нерезидентам-власникам ОВДП запропоновано добровільну заміну облігацій на загальну суму 4 млрд грн. Умови передбачали індексацію ставки дохідності на темп зниження національної валюти відносно долара США. Однак, через відсутність індексації основної суми погашення, цей випуск залишився практично не реалізованим. Зважаючи на обмежений попит на конверсійні облігації, Кабінет Міністрів України та Національний банк України видали спільну постанову «Про другий випуск конверсійних облігацій внутрішньої державної позики 1998 року» від 10.09.1998 № 1416. Вона передбачала випуск конверсійних облігацій в обсязі до 2,2 млрд грн з метою заміни випущених у 1997 р. та 1998 р. з датами погашення до 27 серпня 1999 р. включно, власниками яких були комерційні банки-резиденти. Вітчизняним комерційним банкам було запропоно-

вано провести конверсію ОВДП, що перебувають у їхній власності, на облігації з термінами погашення у 2001–2004 рр.

Розмір процентного доходу за конверсійними облігаціями другого випуску у третьому та наступних купонних періодах визначався як середньозважена дохідність облігацій внутрішніх державних позик з терміном погашення шість місяців, що фіксується Міністерством фінансів України на аукціонах з їх розміщення протягом одного місяця за 15 днів до початку відповідного купонного періоду. Натомість для нерезидентів передбачалися пільгові умови. Зокрема, згідно з постановою Кабінету Міністрів України від 28.08.1998 № 1349 умови передбачали виплату процентного купона у гривнях, який визначатиметься з встановленого Мінфіном коефіцієнта у день випуску та зміни валютного курсу:

$$ПК = HB \cdot \frac{K \cdot OK_2 - OK_1}{OK_1}, \quad (4.21)$$

де  $ПК$  – процентний купон у гривнях, який визначається Мінфіном у день випуску;  $HB$  – номінальна вартість облігації;  $K$  – коефіцієнт валютного курсу, який визначається Мінфіном у день випуску;  $OK_1$  – показник валютного курсу гривні до долара США на день випуску облігацій, що розраховується Мінфіном на день випуску облігацій як середньоарифметичний курс гривні до долара США, встановлений на Українській міжбанківській валютній біржі за п'ять попередніх днів, у які на біржі проводилися операції з купівлі-продажу доларів США за гривні;  $OK_2$  – показник обмінного курсу гривні до долара США у робочий день, що передує дню погашення облігацій. Цей показник розраховується Мінфіном як середньоарифметичний курс гривні до долара США, встановлений на Українській міжбанківській валютній біржі за п'ять попередніх днів, у які на біржі проводилися операції з купівлі-продажу доларів США за гривні.

Проте більшість нерезидентів відмовилися прийняти цю пропозицію. Тому постановою «Про додаткові заходи щодо заміни середньострокових облігацій внутрішньої державної позики 1997 року та облігацій внутрішньої державної позики 1997 і 1998 років» від 16.09.1998 № 1455 уряд запропонував обміняти ОВДП на дворічні дискотні еврооблігації, випущені банком E.M. Sovereign Finance B.V. з дохідністю 20 % у дол. США з погашенням у 2000 р. Крім того, власникам дев'яти- та 12-місячних облігацій, емітованих у грудні 1997 р., які були хеджовані валютними форвардними контрактами з НБУ, надано право отримати 20 %

теперішньої вартості готівкою у гривнях обмінаних на дол. США за ринковим курсом 2,94 грн за дол. США станом на 22.09.1998. За результатами цієї реструктуризації нерезиденти здійснили конверсію державних облігацій на суму 1070 млн грн.

Не зважаючи на те, що у постанові від 16.09.1998 № 1455 чітко зазначалося, що «СОВДП та ОВДП, які не були замінені на платіжні зобов'язання, і виплата доходу за ними здійснюється у порядку, визначеному умовами їх випуску», умови її проведення спонукали Moody's визнати цю подію як «вимушений обмін», що є «технічним дефолтом»<sup>203</sup>. Причиною став «мораторій на обслуговування боргу на пред'явника облігацій, що перебувають у власності анонімних осіб», а також умова, що «тільки ті інвестори, які підтвердять свою нерезидентність і погодяться відкрити рахунки в місцевій валюті, мають право на погашення боргу»<sup>204</sup>.

Таким чином, посилення валютного контролю та прийняття першого документа про реструктуризацію без попередніх консультацій з міжнародними кредиторами (навіть із застереженнями про «добровільність») призвели до «технічного дефолту».

Значимо, що умови реструктуризації заборгованості за ОВДП перед комерційними банками-резидентами, були жорсткіші, оскільки, поперше, передбачали, що Національний банк України першочергово здійснюватиме в можливих межах рефінансування комерційних банків – власників конверсійних облігацій під їх забезпечення за плату на рівні доходності за конверсійними облігаціями. На практиці це означало, що банкам, які не погодяться на реструктуризацію, буде відмовлено у наданні кредитів рефінансування. По-друге, доходність за конверсійними ОВДП після першого року їх обігу залежала від доходності за ОВДП, що випускатимуться у майбутньому. На практиці це означало адміністративне встановлення доходності, оскільки основним покупцем ОВДП

<sup>203</sup> Під час проведення реструктуризації ОВДП перед нерезидентами у 1998 р. Україна не мала присвоєного рейтингу за зобов'язаннями в національній валюті від жодного з трьох основних рейтингових агентств. Тим не менш, рейтингове агентство Moody's у своїх аналітичних матеріалах фіксувало випадки дефолту за зобов'язаннями, емітенти яких не укладали угоди про надання відповідних послуг.

<sup>204</sup> Дослівно: «In 1998, the Government of Ukraine issued a decree whereby all anonymous "non-person" saving accounts in foreign currency were «frozen». The only recourse for account holders was to identify themselves and "transfer" the accounts to local-currency accounts».

у 1999 р. та 2000 р. був Національний банк України. По-третє, виплати основної суми боргу та купонних платежів не індексувалися на зміну валютного курсу.

Таким чином, при визначенні загального обсягу реструктуризації, здійсненої з погіршенням умов запозичень або за допомогою адміністративного тиску на кредиторів, варто враховувати реструктуризацію ОВДП не лише перед нерезидентами.

Визначимо обсяг запланованих, однак не здійснених платежів з погашення ОВДП протягом вересня – грудня 1998 р. За даними Міністерства фінансів України у 1997 р. номінальний обсяг розміщення ОВДП з терміном обігу до 364 днів становив 9611 млн грн. Протягом періоду з квітня 1997 р. по серпень 1998 р. із зазначеного обсягу емітованих ОВДП було погашено 8156 млн грн. Тобто на дату оголошення про реструктуризацію ОВДП в обігу непогашеними залишались ОВДП на суму 1455 млн грн. Крім того, у 1998 р. обсяг розміщення короткострокових ОВДП з терміном погашення з вересня по грудень 1998 р. становив 1612 млн грн.

Протягом періоду з вересня по грудень 1998 р. обсяг погашення ОВДП, власники яких відмовилися від реструктуризації або не відносилися до банків резидентів та нерезидентів, дорівнював 748 млн грн. згідно з номіналом. Таким чином обсяг реструктуризованих ОВДП, термін погашення яких припадав на 1998 р., становив 2318 млн грн.

Друга реструктуризація зобов'язань стосувалася фідучіарної позики на суму 109 млн дол. США, здійсненої через «Chase Manhattan Bank Luxembourg S.A.», яку необхідно було погасити 20 жовтня 1998 р. Відповідно до угоди про реструктуризацію, інвестори отримали готівкою лише 25 % (27,25 млн дол. США) суми необхідних платежів. Решту заборгованості, що в гривневому еквіваленті дорівнювала 278 млн грн, реструктуризовано у нову позику за амортизаційною схемою погашення під 16,75 %. Виплата процентів мала здійснюватися щоквартально, починаючи з 1999 р., а основної суми – по 2 млн дол. щокварталу протягом 1999 р. Решта залишку мала бути погашена чотирма рівними платежами у 2000 р.

Відповідно, загальний обсяг реструктуризацій у 1998 р., що відбувалися в умовах встановлених валютних обмежень, а тому класифікувалися як «вимушений обмін», становив 2,6 млрд грн<sup>205</sup>.

Третя реструктуризація стосувалася 10-місячних облігацій «ING Barings» на суму 163 млн дол. США (включаючи проценти), випущених

<sup>205</sup> 278 за зовнішньою позику та 2318 за ОВДП.

відповідно до постанови КМУ «Про додатковий випуск облігацій внутрішньої державної позики 1998 року» від 31.07.1998 № 1194 в серпні 1998 р. Оскільки термін погашення облігацій серії Б припадав на 9 червня 1999 р., 18 травня 1999 р. Міністерство фінансів запропонувало «ING Barings» реструктуризувати цю заборгованість. Пропозиція передбачала, що 20 % буде погашено в строк, а решту обмінюють на нові міжнародні трирічні облігації. Однак основний власник облігацій ING – Regent Pacific Group, відхилив цю пропозицію, а уряд не здійснив необхідний платіж у визначений в угоді термін.

15 липня 1999 р. Міністерство фінансів України та «ING Barings» на решті досягли згоди, відповідно до якої 20 % необхідного обсягу, визначеного в первинній угоді, було погашено готівкою. Інша частина заборгованості від 20.08.1999 обмінювалася на додатковий випуск дворічних облігацій у німецьких марках. Згідно з умовою позики Міністерство фінансів України здійснило випуск єврооблігацій на фідучіарній основі, деномінованих у німецьких марках з терміном погашення 26.02.2001 у розмірі 537 млн 960 тис. нім. марок. З них 134,5 млн нім. марок або 74 млн дол. США, були придбані «ING Barings», інша частина цих єврооблігацій була запропонована власникам платіжних зобов'язань України, випущених E.M. Sovereign Finance B.V., з терміном погашення 22.09.2000, для добровільної заміни з доплатою на користь України цінової різниці облігацій. У результаті угоди достроково були погашені зобов'язання за облігаціями E.M. Sovereign Finance B.V. на суму 245,3 млн дол. США з доплатою на користь України 22 млн 638,2 тис. дол. США.

Зважаючи на те, що платежі з погашення позики «ING Barings» в обсязі 163 млн дол. США були прострочені, обсяг виплат від 02.08.1999 становив лише 20 % необхідної суми, а співвідношення курсу гривні до долара США перебувало на рівні 3,96 станом на 09.06.1999, обсяг невиконаних платежів за цією позикою дорівнював 516,4 млн грн ( $163 \cdot 0,8 \cdot 3,96$ ).

Хоча у 2000 р. боргове навантаження було незначним і посильним для уряду, високі ставки за зовнішніми зобов'язаннями та їх короткостроковий характер не давали змоги знизити доходність за новими за позиченнями до прийняттого рівня. Тому, з метою зменшення витрат на обслуговування боргу, у січні та лютому 2000 р. уряд цілеспрямовано пропустив платежі за зобов'язаннями в дол. США та німецьких марках, вступивши у перемовини з кредиторами. 15 квітня 2000 р. Міністерство фінансів України оголосило про реструктуризацію всієї зовнішньої комерційної заборгованості (2574 млн дол.), погашення якої припадало



на 2000–2002 рр., у довгострокові (до 7 років) єврооблігації, номіновані в доларах та євро за ставками відповідно 10 % та 11 %. Угодою також передбачалася виплата процентів, нарахованих на момент реструктуризації в обсязі 219 млн. дол. США.

У 2000 р. планувалося погашення зовнішніх комерційних боргових зобов'язань на загальну суму близько 938,5 млн дол. США, зокрема 140 млн дол. США за ОЗДП 1995 р., 447,1 млн дол. США – за облігаціями «Bankers Trust Luxembourg S.A.», 254 млн дол. США – за облігаціями «E.M. Sovereign Finance B.V.»; 73,75 млн дол. США – за облігаціями «Chase Manhattan Bank Luxembourg S.A.». Тобто у випадку виконання боргових зобов'язань без проведення реструктуризації витрати на погашення зовнішнього державного боргу у 2000 р. зросли б на 5,1 млрд грн.

Таким чином протягом 1998–2000 рр. відбулися чотири реструктуризації, в результаті яких було реструктуризовано заборгованість за шістьма видами зобов'язань. З них реструктуризацію трьох видів зобов'язань Moody's визнало як «вимушений обмін» (ОВДП у вересні 1998 р., облігацій «Chase Manhattan Bank Luxembourg S.A.» від 17.10.1997 та дві частини випущених 22.09.1998 облігацій «E.M. Sovereign Finance B.V.», які були реструктуризовані 20.08.1999 та 15.03.2000. Ще за трьома видами зобов'язань реструктуризація відбулася після дефолту за облігаціями:

- 1) у червні 1999 р. за ОВДП, розміщенням яких займався «ING Barings»;
- 2) у січні 2000 р. – за облігаціями «Chase Manhattan Bank Luxembourg S.A.» від 20.10.1998;
- 3) у лютому 2000 р. – за облігаціями «Chase Manhattan Bank Luxembourg S.A.» у нім. марках.

Зазначимо, що після проведення реструктуризації у 1998 р. вихід на міжнародні ринки капіталу був заблокований, а тому прострочення за зобов'язаннями, що виникали у 1999 р. та 2000 р. були наслідком згаданої реструктуризації.

#### **4.4.3. Результати емпіричних досліджень та висновки для України**

У дослідженнях використано дані за 1997–2012 рр. по 12 країнах: Аргентини (2001–2012), Бразилії (1997–2012), Чилі (1997–2010), Чехії (1997–2010), Греції (1998–2012), Угорщини (1997–2010), Кореї (1997–2010), Мексики (1997–2012), Польщі (1997–2010), Росії (1997–2012),

України (1997–2012) та Уругваю (2001–2012). Дефолт відбувся в Аргентині (2002–2005), Греції (2012), Росії (1998–1999) та Україні (1998–2012).

Необхідний обсяг виплат з погашення та виплати процентів за суверенними борговими зобов'язаннями в Кореї, Чилі, Чехії, Угорщині та Польщі визначено за даними ОЕСР про чистий та валовий обсяг запозичень центрального уряду, а також даними Євростату про обсяги процентних виплат, МВФ (Чилі) та інформаційного порталу *Public Sector Credit Solution* (Корея). У випадку Бразилії та Мексики обсяги виплат визначено на основі національних звітів про виконання бюджету.

З огляду на складність розрахунку пробіт-регресії на основі панельних даних зроблено припущення про однорідність вхідних даних та по чергово включено історичні дані всіх дванадцяти країн. Таким чином, загальна кількість вхідних даних, за винятком вилучених із дослідження даних протягом наступних, після першого, років перебування у дефолті, налічує 167 спостережень, з яких у п'яти зафіксовано суверенний дефолт.

За методикою, визначеною у першому підрозділі, побудовано два види регресій – з показником зовнішньої стійкості та без нього. Як видно з табл. 4.17, в першому випадку ймовірність дефолту на 60 % залежить від показників боргового навантаження та економічного розвитку країни. При включенні третього показника коефіцієнт детермінації збільшився до 0,79, що підтверджує адекватність регресійних рівнянь. Перевірка на нульову гіпотезу коефіцієнтів регресії також підтвердила обґрунтованість рішень щодо вибору незалежних змінних.

Певні проблемні моменти виникають лише при оцінці значень константи та впливу показника зовнішньої стійкості. Зокрема, у двофакторній регресії ймовірність того, що значення коефіцієнта константи дорівнює нулю, становить 11%. Натомість у трифакторній регресії, що містить показник зовнішньої стійкості, знак константи змінюється на протилежний, а ймовірність похибки константи зростає до 27 %, впливу показника боргової стійкості – до 5 % та показника економічного розвитку – до 6 %. Високою є також ймовірність похибки значення коефіцієнта показника зовнішньої фінансової стійкості – 13 %.

Погіршення окремих показників, що характеризують адекватність оцінки впливу незалежних змінних, зумовлено наявністю мультиколінеарності між незалежними змінними. Тісний взаємозв'язок між незалежними факторами є цілком прогнозованим явищем. Наприклад, взаємозв'язок між рівнем економічного розвитку та боргового наванта-

Таблиця 4.17

**Результати пробіт-регресії з двома та трьома незалежними змінними**

Змінна	Коефіцієнт	Стандартна похибка	$P(H_0 = 0)$
<i>Двофакторна регресія</i>			
Const	-1,33	0,83	0,11
$\frac{AM_t + IP_t}{GDP_t} \cdot 100\%$	0,17	0,06	0,00
$ECON_{t-1}$	-0,16	0,06	0,01
McFadden R <sup>2</sup>	0,60		
<i>Трифакторна регресія</i>			
Const	2,50	2,30	0,27
$\frac{AM_t + IP_t}{GDP_t} \cdot 100\%$	0,17	0,09	0,05
$ECON_{t-1}$	-0,20	0,11	0,06
$\frac{RES_{t-1}}{ED_{t-1} + IM_{t-1}} \cdot 100\%$	-0,34	0,22	0,13
McFadden R <sup>2</sup>	0,79		

Складено автором.

ження пояснюється тим, що чим розвинутіша економіка країни, тим більший обсяг боргових виплат вона може здійснювати без зростання загрози дефолту. Відповідно, вона починає активніше діяти щодо зниження показників боргового навантаження значно пізніше, ніж менш розвинуті країни.

Ще більший взаємозв'язок є між показником боргового навантаження та зовнішньої стійкості (рис. 4.3). Він пояснюється тим, що по-перше, показник зовнішньої стійкості у періоді  $t-1$  прямо впливає на показник боргового навантаження у періоді  $t$ , оскільки є одним із основних факторів зміни валютного курсу, а отже обсягу виплат за борговими зобов'язаннями в іноземній валюті. По-друге, під час кризових періодів, протягом яких доступ до міжнародних фінансових ринків ускладнений, золотовалютні резерви є основним джерелом виплат за борговими

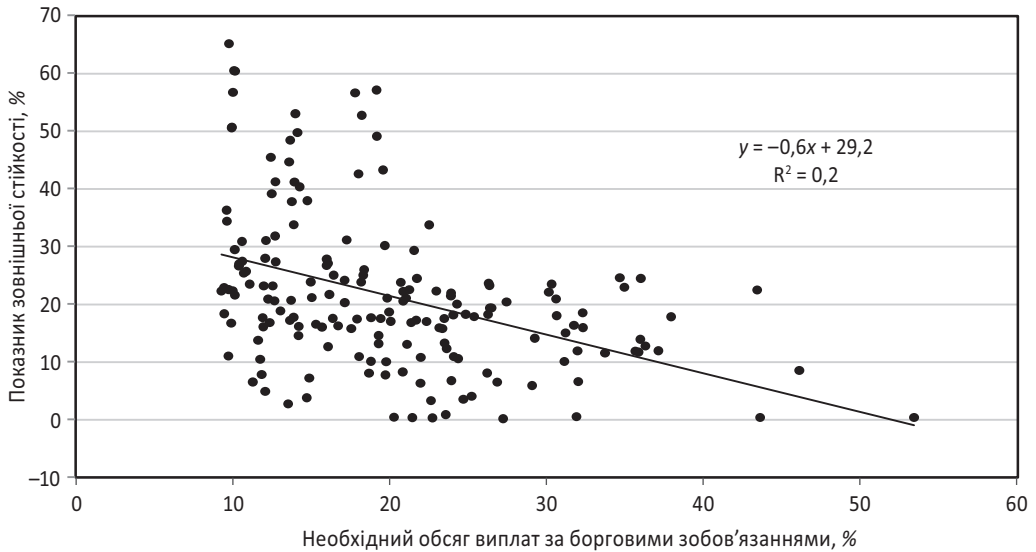


Рис. 4.3. Взаємозв'язок між показниками зовнішньої стійкості та боргового навантаження

Складено автором.

зобов'язаннями. Тому при зростанні виплат за борговими зобов'язаннями збільшується тиск на золотовалютні резерви, що призводить до погіршення показника зовнішньої стійкості.

З огляду на вищий показник детермінації у трифакторній регресії, проте гірші показники значущості оцінки коефіцієнтів двофакторної регресії, доцільно брати до уваги результати дво- та трифакторної регресії. За результатами регресійного аналізу на рис. 4.4 відображено розподіл ймовірності дефолту залежно від показника боргового навантаження за умов рівня економічного розвитку, що склався у 2012 р. – 14,8 % показника зовнішньої стійкості у 2013 р. – 8,6 %<sup>206</sup>. Як бачимо з рис. 4.4, включення змінної зовнішньої стійкості із значенням 8,6 % значно збільшує ймовірність невиконання боргових зобов'язань.

Визначимо ймовірність дефолту за суверенними зобов'язаннями у 2014 р. за результатами пробіт-регресії. Згідно з прогнозними розрахунками обсяг виплат з погашення державних боргових зобов'язань та процентів за ними становитиме 95 та 40 млрд грн відповідно. Тобто загаль-

<sup>206</sup> Очікуване зменшення на кінець 2013 р. обсягу золотовалютних резервів до 19 млрд дол. США і незмінний обсяг імпорту та зовнішнього боргу – відповідно 85 млрд та 135 млрд дол. США.

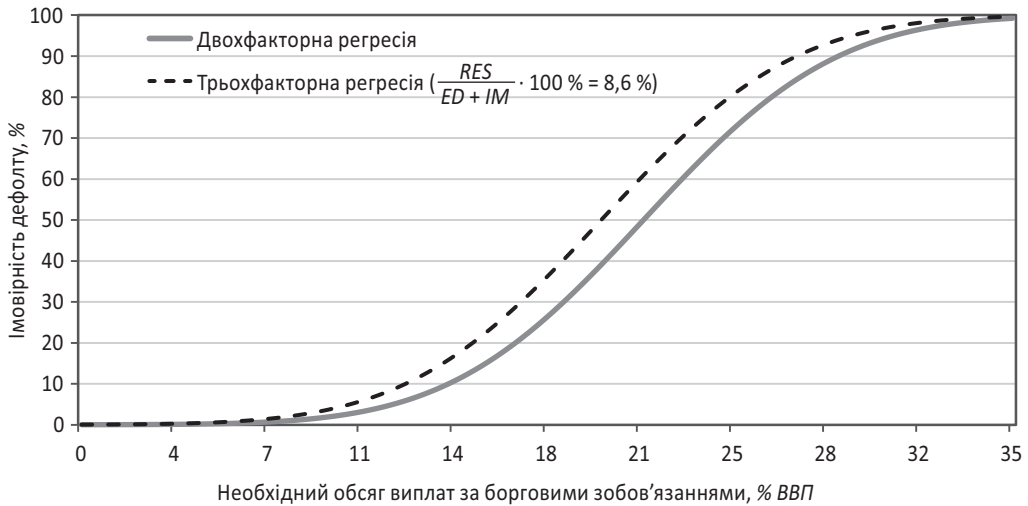


Рис. 4.4. Розподіл ймовірності дефолту від показника боргового навантаження в Україні

Складено автором.

ний обсяг необхідних виплат за борговими зобов'язаннями у 2014 р. збільшиться до 9,2 % ВВП. За таких умов, без урахування фактора зовнішньої стійкості, ймовірність дефолту у 2014 р. становить 1,7 %. Натомість, при врахуванні низького обсягу золотовалютних резервів відносно обсягу імпорту та зовнішнього боргу на кінець 2013 р., ймовірність дефолту становить 3,32 % (табл. 4.18). Тобто важливим фактором зростання ймовірності дефолту у 2014 р. є невиважена політика НБУ щодо утримання курсу національної валюти, яка призвела до зниження золотовалютних резервів та інших негативних наслідків.

Порівняємо, наскільки отримані в цьому дослідженні оцінки ймовірності дефолту відповідають оцінкам міжнародних рейтингових агентств та ринкових учасників.

У вересні 2013 р. *Moody's* знизило кредитний рейтинг України за довгостроковими зобов'язаннями до «Саа1». В листопаді того самого року *Fitch* та *S&P* також знизили суверенний рейтинг до «В-» із негативним прогнозом. Слід зауважити, що складаючи та оприлюднюючи суверенні рейтинги, міжнародні рейтингові агентства зазначають, що рейтингова позиція не відображає ймовірності дефолту суверена. Водночас таку ймовірність можна приблизно оцінити, аналізуючи статистичні дані 1983–2010 рр. щодо ймовірності дефолту в розрізі окремих рейтингових

**Розподіл імовірності дефолту від показника боргового навантаження в Україні**

Необхідний обсяг виплат за борговими зобов'язаннями у періоді $t$ , % ВВП	Ймовірність дефолту	
	Двофакторна регресія	Трифакторна регресія $\frac{RES}{ED + IM} \cdot 100 \% = 8,6 \%$
1	0,02	0,06
2	0,04	0,11
3	0,08	0,20
4	0,14	0,34
5	0,24	0,56
6	0,41	0,92
7	0,67	1,44
8	1,08	2,22
9	1,70	3,32
10	2,58	4,82
11	3,83	6,84
12	5,52	9,45
13	7,76	12,73
14	10,63	16,73

Складено автором.

позицій присвоєних *Moody's*. Як бачимо з табл. 4.19, в середньому 3,4 % суверенних позичальників, яким був присвоєний кредитний рейтинг «В», не виконали своїх зобов'язань протягом першого року після підтвердження чи присвоєння відповідної рейтингової позиції. З огляду на те, що відповідно до отриманих нами даних, ймовірність суверенного дефолту в Україні у 2014 р. становить 3,32 %, можна стверджувати, що рейтинг України, присвоєний у вересні 2013 р., завищує рівень ризиків. Водночас таке завищення може бути пов'язано з тим, що крім суверенних боргових зобов'язань у своїх оцінках *Moody's* закладає досить високий рівень гарантованого державою боргу, відсутність співпраці з МВФ тощо.

Хоча рівень державного боргу наприкінці 2008 р. не перевищував 14 % ВВП, а необхідний обсяг виплат за борговими зобов'язаннями протягом наступних п'яти років не перевищив 7,3 % ВВП, на початку 2009 р.

Таблиця 4.19

**Ймовірність суверенного дефолту (кумулятивно), в розрізі присвоєних Moody's, кредитних рейтингів за історичними даними 1983–2010 років**

Рейтинг	1-й рік	2-й рік	3-й рік	4-й рік	5-й рік
Aaa	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Aa	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
A	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Baa	0,000	0,476	0,997	1,570	2,207
Ba	0,769	1,746	3,433	5,349	7,435
B	3,391	7,039	9,204	12,110	15,096
Saa–C	23,636	27,727	32,823	32,823	32,823

Джерело: Суверенний кредитний рейтинг України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://ecofin.org.ua/credit-rating>.

*Standard&Poor's* та *Moody's* знизили рейтинг за довгостроковими борговими зобов'язаннями в іноземній валюті відповідно до ССС+ та Сaa1 швидше під впливом панічних настроїв учасників ринку. Це пов'язано з тим, що Україна належить до країн із сировинно-залежною економікою. У цих країнах під час зниження попиту на сировинну продукцію різко погіршуються фундаментальні макроекономічні передумови і відбувається зростання спреду за суверенним боргом понад раціональний рівень. За таких умов статус позичальника не дає змоги урядам цих країн здійснювати нові зовнішні державні запозичення. Фінансування бюджету можливе лише за рахунок допомоги від МФО або коштів накопичувального стабілізаційного фонду, що актуалізує проблему його створення в Україні.

Якщо рейтинги міжнародних агентств наприкінці 2013 р. більш-менш адекватно відображають ймовірність дефолту, то оцінки ймовірності дефолту – *Cumulative Probability of Default* (CPD) є неоднозначними. Зокрема, у листопаді 2013 р. *Standard&Poor's*, що визначає цей показник, підвищило ймовірність дефолту протягом наступних п'яти років до 54 %. Натомість, відповідно до результатів цього дослідження (припустивши, що фактори, які обумовлюють ймовірність дефолту залишаться незмінними) ймовірність дефолту протягом відповідного періоду становить лише 15,5 %<sup>207</sup>.

<sup>207</sup>  $1 - (1 - 0,0332)^5$ .

Завищення ймовірності дефолту обумовлено специфікою формування ціни кредитних свопів – *credit default swap (CDS)*, на основі яких визначається ймовірність дефолту. По-перше, ринок державних цінних паперів, а тим більше кредитних свопів, для них є неліквідним, більше того, через його неліквідність не виключений навмисний вплив зацікавлених сторін на зниження ціни облігацій. По-друге, ціна кредитного свопу залежить не лише від рівня ризику дефолту позичальника, а й від схильності до ліквідності кредиторів, яка не є постійною у часі. Чим вищою є невизначеність кредиторів щодо ліквідності фінансових ринків у майбутньому, тим більшою буде ціна кредитних свопів. В умовах невизначеності щодо програм кількісної підтримки у США та єврозоні схильність до ліквідності на середньо- та довгострокову перспективу є високою.

Розглянемо декілька передумов, на підставі яких можна визначити максимально допустимий рівень боргового навантаження. Однією з них є утримання кредитного рейтингу на прийнятному рівні. Серед факторів, які формують рейтинг суверенних зобов'язань, показники боргового навантаження та фінансової стійкості є суттєвими, однак не визначальними чинниками кредитного рейтингу. Для України обмежувачими факторами при прийнятті рішення щодо кредитного рейтингу суверенних зобов'язань є структура економіки, позабюджетні та умовні зобов'язання, низька місткість внутрішнього фінансового ринку, а також політичний ризик.

Більшість із зазначених факторів взаємозалежні, а одним із інтегральних індикаторів може розглядатися показник ВВП на одну особу. На рис. 4.5 бачимо чітку залежність рейтингів від показника ВВП на одну особу. Існує дуже мало випадків, коли суверенний рейтинг країни більш ніж на дві позиції відхиляється від рейтингу, визначеного на підставі показника ВВП на одну особу, зокрема Китай, Індія та ін. Так, незважаючи на зниження боргового навантаження у 2005–2007 рр. до мінімального рівня, починаючи з 1998 р. Україні ніколи не присвоювали суверенного рейтингу вищого за «ВВ».

Тобто, з одного боку, за поточного рівня економічного розвитку Україна не може розраховувати на кредитні рейтинги інвестиційного класу, а з другого – низькі показники оцінок за показниками, відмінними від боргового навантаження, в Україні необхідно компенсувати за рахунок виваженої, консервативної боргової політики.



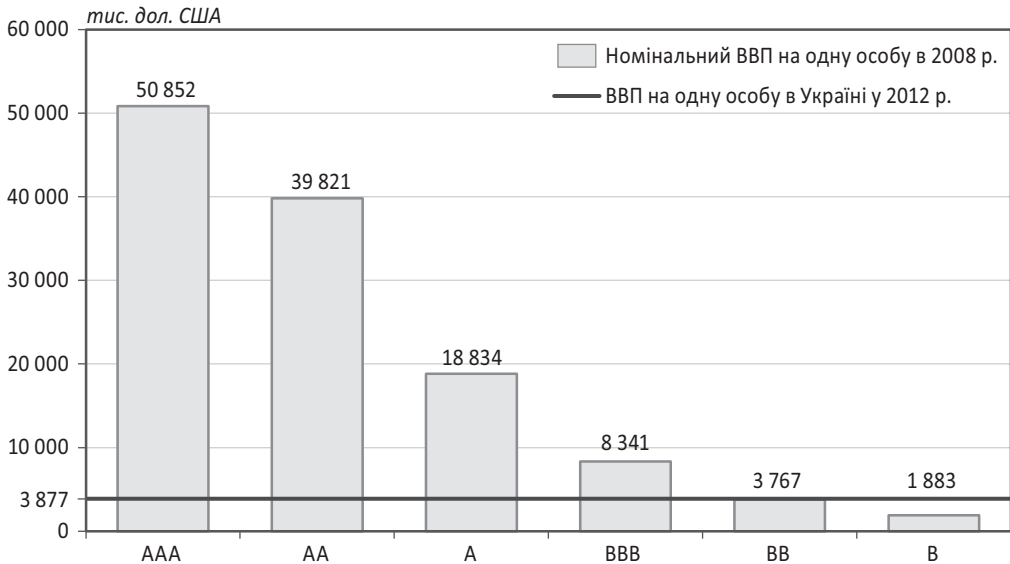


Рис. 4.5. Рейтинги *Standard&Poor's*, що присвоєні суверенним емітентам, та ВВП на одну особу в 2008 р.

Складено автором.

Вибір урядом прийняттого рівня ризику дефолту залежить від репутаційних та/або фінансових втрат, пов'язаних із цією подією. На нашу думку, прийнятний рівень ризику має становити не більше 1%, для чого необхідно обмежити обсяг виплат за борговими зобов'язаннями на рівні 7,75 % до ВВП.

Оцінимо рівень державного боргу (далі – гранично допустимий рівень державного боргу), який буде відповідати прийнятному рівню ризику дефолту та обсягу виплат. Нехай  $x$  – гранично допустимий рівень державного боргу,  $пот$  – темп номінального зростання ВВП, %;  $n$  – середньозважений строк до погашення, років.

Тоді обсяг погашення становитиме:

$$\frac{x}{n} \cdot (1 + пот)^n, \quad (4.22)$$

а обсяг обслуговування:

$$x \cdot \frac{пот}{1 + пот}. \quad (4.23)$$

Умова, що сума бюджетних витрат, за яких рівень погашення та витрат на обслуговування боргу перебуватиме на безпечному рівні, тобто не перевищувати 7,75 % ВВП, дає змогу отримати рівняння:

$$\frac{\frac{x}{n}}{(1 + \text{пот})^n} + x \cdot \frac{\text{пот}}{1 + \text{пот}} = 0,0775, \quad (4.24)$$

звідси

$$x = 0,0775 \cdot \frac{n \cdot (1 + \text{пот})^{n+1}}{\text{пот} \cdot n \cdot (1 + \text{пот})^n + (1 + \text{пот})}. \quad (4.24)$$

Оцінимо гранично допустимий рівень державного боргу за таких припущень:

- середньозважена ставка за запозиченнями у гривнях дорівнює темпу зростання номінального ВВП 9 %;
- середньозважений строк до погашення боргових зобов'язань становить 4,5 року.

Підставивши ці показники у рівняння (4.22), отримаємо такий висновок: гранично допустимий рівень державного боргу не повинен перевищувати 33 % ВВП. За таких умов рівень обслуговування державного боргу становитиме 2,7 % ВВП, а обсяг погашення 5 % ВВП.

## ВИСНОВКИ ДО РОЗДІЛУ 4

Вивчення наслідків впливу зовнішніх економічних шоків на динаміку показників державного боргу України залишається вкрай актуальним для тактичного та стратегічного рівня управління державним боргом і потребує подальших досліджень. Для оцінювання вказаного впливу ми обрали метод імітаційного моделювання з використанням стрес-тестів, що широко застосовується в міжнародній практиці й дає можливість проаналізувати найсуттєвіші зв'язки між елементами системи, яка досліджується, й на його основі найкраще відтворити поведінку такої системи.

Основні зовнішні фактори, що призводили до зростання ризиків в умовах глобалізації, у більшості випадків мали загальноекономічну або фінансову природу та діяли через поширення «ефектів зараження». До таких факторів належать: падіння світових цін на експортні товари (металопродукцію, сільськогосподарську продукцію тощо); зростання цін на енергоносії; економічний спад у найбільших торговельних партнерів України; погіршення ситуації на міжнародному ринку капіталів, криза ліквідності, стрімке підвищення спредів за зовнішніми борговими зобов'язаннями країни, реструктуризація портфелів інвесторів, що призводила до відпливу капіталу з країни, активізація спекуляцій на валютному ринку та міжнародному ринку капіталів тощо.

Головними макроекономічними показниками, що впливають на обсяг державного боргу й були використані при розробленні макроекономічних сценаріїв для проведення стрес-тестування в межах обраної економіко-математичної моделі, є темпи зростання ВВП та рівень тінізації економіки, які визначають рівень доходів бюджету, й, відповідно, спроможність держави виконувати свої функції та обслуговувати борг. Також ці показники впливають на рівень кредитних рейтингів держави та процентних ставок і, відповідно, витрат на обслуговування державного боргу. Крім показників економічного зростання на рівень державної заборгованості впливають рівень інфляції, обмінний курс і очікування щодо його динаміки у майбутньому, рівень процентних ставок за внутрішніми та зовнішніми позиками, дефіцит зведеного бюджету та накопичений за попередні роки обсяг державного боргу.

У рамках проведеного імітаційного моделювання показників зовнішнього державного боргу на основі трьох макроекономічних сценаріїв встановлено значну вразливість боргової позиції України до дії зовнішніх

шоків в умовах високого ступеня відкритості національної економіки. Здебільшого це виявляється, коли макроекономічні дисбаланси, зумовлені зовнішніми чинниками, поєднуються з урядовою політикою пасивного пристосування до погіршення макроекономічних умов. Зокрема встановлено, що в разі відмови уряду від планів бюджетної консолідації в умовах макроекономічного шоку загальний державний борг та зовнішній державний борг України протягом трьох років (2014–2016 рр.) зростуть до 55,3 та 27,6 % ВВП відповідно, що більше ніж на 50 % перевищує середній рівень державної заборгованості для країн з ринками, що формуються. Крім того, зростання державного боргу відбуватиметься з прискоренням, що створює додаткові загрози для економічної безпеки держави. Загалом запропоновано не лише використовувати такий метод при розробленні Стратегії управління державним боргом України, а й відображати результати реалізації сценаріїв (стрес-тестів) безпосередньо в самому документі, що відповідає належній міжнародній практиці у сфері управління державним боргом.

Гарантування боргової стійкості у середньостроковому періоді потребує від уряду утримання помірною дефіциту бюджету та проведення зваженої політики державних запозичень. Іншими заходами мають стати проведення структурних реформ для відновлення економічного зростання.

Крім того, з огляду на негативний досвід глобальної економічної кризи 2008 р. зростає необхідність управління ринковими очікуваннями. Зокрема, навіть за умови зменшення державного боргу, позичальники та інвестори можуть сумніватися в спроможності уряду домогтися помітного скорочення дефіциту бюджету. Уряду варто продемонструвати, що ситуація у сфері державного боргу залишається керованою і прогнозованою. Цьому можуть сприяти ухвалення та реалізація ефективних середньострокових податково-бюджетних планів й боргової стратегії, а також зміцнення податково-бюджетних інститутів й системи управління державним боргом.

Ключовим напрямом державної політики України на сучасному етапі має стати посилення бюджетної дисципліни, що створює умови для стабільності державних фінансів й безпосередньо впливає на стан зовнішньої державної заборгованості. Водночас бюджетна консолідація згідно з міжнародним досвідом має проводитись досить помірковано, зважаючи на фази уповільнення економічної активності. Оскільки миттєве ско-

рочення державного боргу неможливе, бюджетна консолідація повинна зосереджуватися на довгострокових структурних реформах.

Сучасні світові тенденції формування державного боргу та результати останніх емпіричних досліджень заборгованості країн з низьким та середнім рівнем доходів, проведених міжнародними фінансовими організаціями, вказують на необхідність перегляду граничних рівнів для ключових показників державної заборгованості України.

У підрозділі «Методика оцінки ймовірності дефолту за борговими зобов'язаннями» розглянуто основні фактори, що зумовляють ризики невиконання суверенних боргових зобов'язань на прикладі 12 країн з 1997 по 2012 р., зокрема рівень боргового навантаження, показник зовнішньої стійкості та рівень економічного розвитку.

Інтегральним індикатором рівня боргового навантаження запропоновано розглядати прогнозне відношення необхідних виплат основної суми та процентів за суверенними борговими зобов'язаннями до ВВП. Це надало змогу врахувати рівень державного боргу, середній строк до погашення, а також рівень ставок за зобов'язаннями в одному інтегральному показнику.

Показник зовнішньої стійкості визначається як відношення обсягу золотовалютних резервів до суми зовнішнього боргу та імпорту на кінець періоду, що передує прогнозованому. Це дає змогу відобразити ризики різкої зміни валютного курсу, яка дестабілізує фінансову систему країни та позбавить можливості емісійної підтримки уряду центральними банками.

Третій показник – рівень економічного розвитку, який визначається як відношення ВВП за паритетом купівельної спроможності у кожній з країн до відповідного показника у США, характеризує рівень диверсифікації економіки, потенціал внутрішнього фінансового ринку, а також можливості мобілізації внутрішніх резервів для протидії кризовим явищам в економіці.

Результати пробіт-регресії підтверджують адекватність регресійної моделі – зазначені три показники обумовляють 79 % ймовірності дефолту. Разом з тим встановлено високий рівень мультиколінеарності між показниками боргового навантаження та зовнішньої стійкості, що може свідчити про можливість зміщення отриманих оцінок вхідних факторів. Натомість, без урахування показника зовнішньої стійкості коефіцієнт детермінації пробіт-регресії є меншим і становить 0,60.

Встановлено, що у разі девальвації національної валюти у 2014 р. до 9,5 грн за дол. США (середньорічне значення) загальний обсяг необхідних виплат за борговими зобов'язаннями у 2014 р. збільшиться до 9,2 % ВВП. За таких умов а також з урахуванням низького обсягу золотовалютних резервів відносно, обсягу імпорту та зовнішнього боргу на кінець 2013 р. ймовірність дефолту суттєво зростає. Тобто важливим фактором зростання ймовірності дефолту у 2014 р. є недостатньо обґрунтована політика НБУ щодо управління курсом національної валюти, яка призвела до зниження золотовалютних резервів та інших негативних наслідків.

Зіставляючи отримані оцінки ймовірності дефолту з суверенними рейтингами міжнародних рейтингових агентств, можна констатувати певне, хоча й незначне, завищення ризиків. Суттєве перебільшення ризиків міжнародними рейтинговими агентствами спостерігалось і у 2009 р., що могло зумовлюватися впливом панічних настроїв серед учасників фінансових ринків у результаті різкого зниження ВВП та зростання обсягів державних запозичень.

Встановлено, що з метою уникнення таких подій та фінансування бюджету у кризові періоди для країн із сировинно-залежною економікою, до яких належить Україна, необхідне створення накопичувальних стабілізаційних фондів.

З огляду на рівень розвитку вітчизняної економіки, а також високу залежність від зовнішніх товарних та фінансових ринків, уряду варто проводити консервативну боргову політику, за якої рівень ризику не перевищуватиме 1 %. Зважаючи на результати регресії встановлено, що для цього необхідно:

- 1) забезпечити відношення золотовалютних резервів до обсягу зовнішнього боргу та імпорту на рівні, не меншому ніж 20 %;
- 2) домагатися зниження виплат за борговими зобов'язаннями до рівня 7,75 % ВВП і менше.

# МІЖНАРОДНИЙ ДОСВІД УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ І ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ БОРГОВОЇ СТІЙКОСТІ ДЕРЖАВНИХ ФІНАНСІВ

### 5.1. СТАН І СТРУКТУРА ЗОВНІШНЬОГО БОРГУ У РІЗНИХ ГРУПАХ КРАЇН

Дослідження світових тенденцій у сфері формування та регулювання зовнішнього державного боргу в країнах з різним рівнем доходів на одну особу дає змогу сформувати об'єктивну картину боргової позиції України, а також окреслити потенційні загрози й виклики, пов'язані з трансформацією світової фінансової системи за підсумками глобальної кризи. Особливо актуальною є проблема вивчення найкращого міжнародного досвіду управління державним боргом, на основі якого можна визначити найбільш ефективні та прийнятні напрями, методи та інструменти управління державним боргом.

Для порівняльного аналізу, на нашу думку, доцільно використати методикку, запропоновану Світовим банком, що включає поділ країн відповідно до рівня доходів на одну особу. Згідно з цією методикою Україна входить до групи країн з рівнем доходів на одну особу, нижчим за середній (від 1026 до 4035 дол. США)<sup>208</sup>. Наявні дані дають змогу проаналізувати стан зовнішньоборгової ситуації за секторами економіки, основними кредиторами, валютною структурою, строковістю та інструментами запозичень, а також за критерієм розподілу на державний та гарантований державою зовнішній борг тощо.

Перш ніж перейти до аналізу світової зовнішньої державної заборгованості за вказаними критеріями, розглянемо деякі узагальнюючі показники. Як бачимо з рис. 5.1, найбільшими позичальниками є країни з

<sup>208</sup> Офіційний сайт Світового банку [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://web.worldbank.org>.

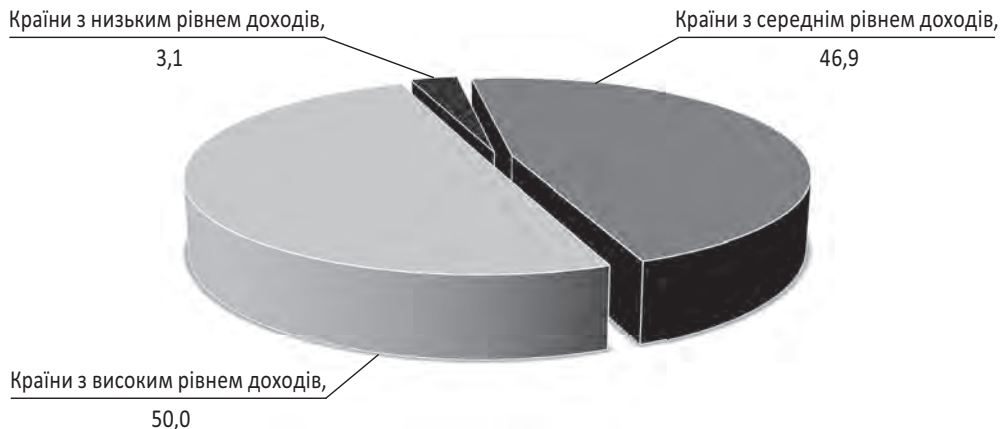


Рис. 5.1. Найбільші країни-позичальниці станом на кінець 2012 р.

Складено за даними офіційного сайту Світового банку [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://web.worldbank.org>.

високим та середнім рівнями доходів на одну особу, частка яких у загальній заборгованості по всіх країнах становить 96,9 %.

Серед країн основними позичальниками на міжнародному ринку капіталів є США, Іспанія та Італія з відповідними частками 41,7 %, 7,3 % та 7,0 %. В свою чергу, основними країнами-кредиторами є Китай (23,4 %), Німеччина (13,3 %) та Японія (11,7 %) <sup>209</sup>.

За даними Світового банку, рівень зовнішнього сукупного боргу (державного та приватного секторів) та державного боргу (зовнішнього й внутрішнього) є, в середньому, значно нижчим в країнах, що розвиваються, ніж у країнах з високим рівнем доходів на одну особу. Причому така тенденція є довготривалою і зберігається після 2008 р. Зокрема, відношення зовнішнього боргу до ВНД (внутрішнього національного доходу) в країнах, що розвиваються, становило у 2011 р. в середньому 22 % порівняно з 124 % у країнах «Великої сімки» (G-7) з високим рівнем доходів. Водночас державний борг 17 країн єврозони (ЄС-17) у тому ж році становив у середньому 76 % ВВП, що більш ніж удвічі перевищує аналогічний показник для найбільших позичальників країн, що розвиваються. Крім того, державний борг країн ЄС-17 з 2008 р. зріс на 20 в. п. (з 56 % у 2008 р. до 76 % у 2011 р.). Вочевидь, найвищими темпами зростає державний борг Греції, що найбільше постраждала від

<sup>209</sup> Global Financial Stability Report: World Economic and Financial Surveys. Statistical appendix. – Washington, D.C. : IMF, 2010. – P. 3.



останньої світової фінансової кризи, – з 113 % ВВП у 2008 р. до 165,3 % ВВП у 2011 р.<sup>210</sup>

Незважаючи на зусилля багатьох країн з різним рівнем доходів на одну особу у проведенні бюджетної консолідації, що розпочалася після останньої світової кризи 2008 р., глобальною тенденцією та фактором зближення економічних систем різних країн залишається практика використання бюджетних дефіцитів, що є одним з головних чинників зростання зовнішньої заборгованості. Як бачимо з табл. 5.1, винятком є лише Австралія, яка й у післякризовий період утримувала позитивний баланс бюджету (+1,7 та +1,8 % ВВП у 2009 та 2010 р.) і мала найнижчий рівень державної заборгованості серед країн з високим рівнем доходів (7,9 % ВВП). У докризовий період профіцит протягом декількох років мали також Канада та Південна Корея.

У бюджетних моделях країн з найвищим рівнем державної заборгованості, таких як Японія, Греція, Італія та Португалія, головним інструментом стимулювання внутрішнього попиту всередині країни та основним засобом боротьби з кризою стали державні запозичення на тлі значних бюджетних дефіцитів. У результаті обсяги державного боргу

Таблиця 5.1

**Динаміка дефіциту (профіциту) бюджету в країнах  
з різним рівнем доходів, % ВВП**

Країна	2006	2007	2008	2009	2010
США	-2,2	-2,9	-6,4	-12,0	-8,9
Німеччина	-1,5	-0,2	-0,1	-3,3	-4,6
Франція	-2,4	-2,7	-3,3	-5,5	-6,3
Італія	-3,4	-1,6	-2,7	-3,9	-4,3
Японія	-4,0	-3,4	-4,7	-7,1	-7,2
Великобританія	-2,6	-2,7	-4,2	-7,2	-8,1
Канада	+1,3	+1,4	+0,5	-1,5	-1,9
Південна Корея	-	+3,8	+1,4	-0,8	-0,8
Австралія	+2,1	+1,6	+1,7	+1,8	+1,7

Розраховано за даними офіційного сайту Євростату [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/government\\_finance\\_statistics](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/government_finance_statistics).

<sup>210</sup> International Debt Statistics 2013 / World Bank. – Washington, D.C., 2013. – Р. 13–15 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://data.worldbank.org/sites/default/files/ids-2013.pdf>.

цих країн набули рекордних значень (211 %, 165,3 %, 120,1 %, та 112,3 % ВВП у 2011 р. відповідно).

Наступним кроком нашого дослідження буде аналіз стану зовнішньоборгової ситуації за секторами економіки країн з різним рівнем доходів. Дані табл. 5.2 демонструють сучасні тенденції після подолання першої хвилі світової фінансової кризи, спровокованої надмірними боргами приватного сектору, щодо розподілу боргових ризиків між державним та приватним секторами. Зокрема, країни з рівнем доходів, нижчим за середній, мають найбільшу частку зовнішнього боргу, що належить державі (40,9 % валового зовнішнього боргу). Він складається з боргу сектору державного управління та грошово-кредитного регулювання. Водночас Україна має найнижче значення такого показника серед країн цієї групи (23,4 %), а також країн з вищим за середній та високим рівнем доходів на одну особу, що свідчить про більшу вразливість її приватного сектору до можливих зовнішніх шоків. Проте в Україні, на відміну від інших держав, значними є ризики та обсяги умовних зобов'язань уряду, які за несприятливої світової кон'юнктури можуть перетворитися на прями борги держави.

Аналіз даних щодо державного боргу за основними кредиторами, наведених у табл. 5.3, дає змогу встановити обернену залежність (негативну кореляцію) між рівнем доходів на одну особу в країні та середньою часткою державної заборгованості перед зовнішніми кредиторами. Як бачимо з табл. 5.3, в групі країн з високим рівнем доходів на одну особу середньогрупова частка державного боргу, що належить зовнішнім кредиторам, є найменшою серед інших груп. Вона становить 39 % загальної заборгованості уряду. Натомість ця частка для групи країн з низьким рівнем доходів на одну особу в середньому є найвищою серед інших груп країн (63 %). Отже, в боргових портфелях цих країн домінують зовнішні позики.

Розглядаючи окремо групу країн, до якої входить наша держава, а також аналізуючи дані Міністерства фінансів України, можна побачити, що частка зовнішнього боргу у загальному державному борзі майже відповідає середньогруповому рівню (60 % порівняно з середнім значенням цього показника у групі – 56 %) <sup>211</sup>. Значно вищий за середній показник

<sup>211</sup> Статистичні матеріали щодо стану державного боргу України у 2012 році : офіційні повідомлення / Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat\\_id=325755](http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat_id=325755).

Таблиця 5.2  
**Середнє значення валового зовнішнього боргу країн з різним рівнем доходів у розрізі секторів на кінець II кв. 2012 р.**

Сектор	Одиниця виміру	Країни з нижчим за середній рівень доходів	Україна	Країни з вищим за середній рівень доходів	Країни з високим рівнем доходів
Сектор державного управління	млн дол. США	28 118	22 082	29 608	426 449
	%	36,2	17,1	28,9	20,4
Грошово-кредитні інституції	млн дол. США	1 893	8 106	4 323	69 493
	%	4,7	6,3	2,9	5,1
Банки	млн дол. США	12 750	24 042	66 637	744 314
	%	13,2	18,6	25,5	37,7
Інші сектори	млн дол. США	40 823	66 497	52 888	511 685
	%	36,0	51,6	31,1	24,3
Прямі інвестиції між компаніями	млн дол. США	1 901	8 228	25 225	198 048
	%	9,9	6,4	11,6	12,5
Загальний зовнішній борг	млн дол. США	85 485	128 955	178 682	1 949 990
	%	100,0	100,0	100,0	100,0

Складено за: Quarterly External Debt Statistics 2012: Cross-Country Tables / World Bank [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/DATASTATISTICS/EXTDECQEDS/0,,contentMDK:20721050~menuPK:4704712~pagePK:64168445~piPK:64168309~theSitePK:1805415,00.html>.

Таблиця 5.3

**Державна заборгованість урядів країн з різним рівнем доходів  
за типом кредитора у I та II кв. 2012 р., % до загального державного боргу**

Країна	I кв.		II кв.	
	Внутрішні кредитори	Зовнішні кредитори	Внутрішні кредитори	Зовнішні кредитори
<i>Низький рівень доходу на одну особу</i>				
Бангладеш	39	61	40	60
Кенія	50	50	48	52
Мадагаскар	23	77	23	77
Малаві	56	44	46	54
Непал	41	59	н. в.	н. в.
Танзанія	36	64	34	66
Уганда	32	68	34	66
Середнє значення	40	60	37	63
<i>Рівень доходу, нижчий за середній</i>				
Албанія	60	40	60	40
Сальвадор	37	63	36	64
Грузія	22	78	24	76
Домініканська Республіка	28	72	27	73
Пакистан	68	32	68	32
Нігерія	86	14	87	13
Гватемала	53	47	50	50
Гондурас	32	68	31	69
Індонезія	44	56	44	56
Молдова	30	70	30	70
Марокко	78	22	78	22
Нікарагуа	53	47	53	47
Парагвай	20	80	19	81
Шрі-Ланка	54	46	53	47
Тонга	8	92	8	92
Середнє значення	45	55	44	56
<i>Рівень доходу, вищий за середній</i>				
Бразилія	88	12	87	13
Болгарія	58	42	57	43
Литва	22	78	20	80
Маврикій	84	16	83	17
Мексика	53	47	51	49
Румунія	50	50	51	49
Сейшельські Острови	38	62	39	61
Суринам	50	50	49	51
Туреччина	67	33	67	33
Середнє значення	57	43	56	44

Закінчення табл. 5.3

Країна	I кв.		II кв.	
	Внутрішні кредитори	Зовнішні кредитори	Внутрішні кредитори	Зовнішні кредитори
<i>Високий рівень доходу на одну особу</i>				
Австралія	99	1	99	1
Австрія	25	75	25	75
Бельгія	44	56	44	56
Канада	81	19	н.в.	н.в.
Португалія	38	62	37	63
Кіпр	47	53	55	45
Угорщина	36	64	37	63
Ісландія	78	22	78	22
Ірландія	39	61	36	64
Ізраїль	82	18	82	18
Люксембург	98	2	98	2
Мальта	95	5	95	5
Польща	50	50	48	52
Словаччина	58	42	55	45
Словенія	41	59	40	60
Іспанія	71	29	72	28
Швеція	67	33	67	33
Великобританія	69	31	68	32
США	58	42	58	42
Середнє значення	62	38	61	39

Складено за даними World Bank Quarterly Public Sector Debt Statistics 2012: Cross-Country Tables / World Bank [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/DATASTATISTICS/EXTQPUBS/ECDEBT/0,,contentMDK:22707085~menuPK:7409959~pagePK:64168445~piPK:64168309~theSitePK:7404473,00.html>.

державної заборгованості перед зовнішніми кредиторами мають Тонга, Парагвай, Домініканська Республіка, Грузія й Молдова.

Узагальнюючи досвід указаних країн, зазначимо, що висока частка їх заборгованості перед зовнішніми кредиторами є відображенням значної глобалізованості сучасних міжнародних кредитних відносин та наслідком, зокрема, таких факторів:

- брак внутрішніх ресурсів цих країн;
- економічні переваги залучення коштів ззовні (дешевші фінансові ресурси, кращі умови залучення тощо);
- експансійна фіскальна політика;
- неефективне використання доходів бюджету та залучених коштів;

- незадовільний стан боргового менеджменту в країні;
- високий рівень корупції, брак структурних реформ;
- історичні передумови нарощування зовнішньої заборгованості тощо.

Таку залежність можна встановити й при вивченні валютної структури державного боргу за групами країн (табл. 5.4).

У середньому державний борг країн з високим рівнем доходів на одну особу в іноземній валюті є найменшим серед інших груп країн. І навпаки, середньогрупова частка боргу в іноземній валюті для країн з низьким рівнем доходів на одну особу є найбільшою. Різниця між даними табл. 5.3 та 5.4 вказує на те, що частина державної заборгованості перед

Таблиця 5.4

**Валютна структура державного боргу країн з різним рівнем доходів у I та II кв. 2012 р., % до загального державного боргу**

Країна	I кв.		II кв.	
	Національна валюта	Іноземна валюта	Національна валюта	Іноземна валюта
<i>Низький рівень доходу</i>				
Бангладеш	37	63	38	62
Кенія	50	50	48	52
Мадагаскар	23	77	23	77
Малаві	56	44	46	54
Непал	41	59	н.в	н.в
Уганда	37	63	40	60
Середнє значення	41	59	39	61
<i>Рівень доходу, нижчий за середній</i>				
Албанія	59	41	59	41
Сальвадор	0	100	0	100
Грузія	22	78	24	76
Гватемала	41	59	32	68
Гондурас	31	69	31	69
Індонезія	56	44	55	45
Молдова	30	70	30	70
Марокко	77	23	78	22
Нігерія	86	14	87	13
Пакистан	68	32	68	32
Парагвай	15	85	13	87
Філіппіни	6	94	6	94
Шрі-Ланка	55	45	54	46
Тонга	100	0	100	0
Середнє значення	46	54	45	55

Закінчення табл. 5.4

Країна	I кв.		II кв.	
	Національна валюта	Іноземна валюта	Національна валюта	Іноземна валюта
<i>Рівень доходу, вищий за середній</i>				
Бразилія	97	3	97	3
Болгарія	29	71	27	73
Коста-Рика	72	28	73	27
Домініканська Республіка	26	74	26	74
Литва	12	88	13	87
Маврикій	84	16	83	17
Мексика	80	20	79	21
Румунія	45	55	44	56
Росія	19	81	24	76
Сейшельські Острови	38	62	39	61
Південна Африка	90	10	91	9
Суринам	41	59	40	60
Туреччина	72	28	72	28
Середнє значення	54	46	54	46
<i>Високий рівень доходу на одну особу</i>				
Австрія	100	0	100	0
Бельгія	100	0	100	0
Канада	98	2	0	0
Кіпр	100	0	100	0
Франція	100	0	100	0
Угорщина	55	45	57	43
Ісландія	78	22	78	22
Ірландія	100	0	100	0
Ізраїль	82	18	82	18
Люксембург	100	0	100	0
Мальта	100	0	100	0
Польща	69	31	67	33
Словаччина	98	2	94	6
Словенія	100	0	100	0
Іспанія	100	0	100	0
Швеція	80	20	80	20
Великобританія	100	0	100	0
Середнє значення	92	8	91	9

Складено за даними Quarterly Public Sector Debt Statistics 2012: Cross-Country Tables / World Bank [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/DATASTATISTICS/EXTQPUBSECDEBT/0,,contentMDK:22707085~menuPK:7409959~pagePK:64168445~piPK:64168309~theSitePK:7404473,00.html>.

зовнішніми кредиторами була номінована у національній валюті. Зокрема, це можуть бути внутрішні облігації, випущені в національній валюті, придбані іноземними компаніями або громадянами. Такі фінансові інструменти використовуються переважно в країнах з високим (Австрія, Бельгія, Кіпр, Угорщина, Польща, Словаччина) та вищим за середній (Мексика) рівнем доходу на одну особу та є наслідком боргової політики, спрямованої на зменшення валютних ризиків при формуванні боргового портфеля. Крім того, державний борг таких країн, як Великобританія, Словенія, Болгарія та Кіпр, повністю номінований у національній валюті.

Водночас в деяких країнах, зокрема Сальвадорі та Болгарії, набула поширення протилежна тенденція: внутрішні позичальники віддавали перевагу борговим інструментам, номінованим в іноземній валюті. Зокрема, в Сальвадорі боргу, номінованого у національній валюті, взагалі немає, а в Болгарії частка боргу в іноземній валюті становить 73 %, що значно перевищує частку боргу, яка належить зовнішнім кредиторам (43 %).

В Україні таких відмінностей майже не існує, адже уряд почав використовувати розміщення валютних облігацій на внутрішньому ринку лише наприкінці 2011 р. Проте слід зазначити, що на сьогодні у сфері міжнародних фінансів державні облігації, прив'язані до обмінного курсу чи номіновані в іноземній валюті, є менш актуальними й вважаються низькоефективними (прикладом може бути негативний досвід Мексики у 1994–1995 рр.)<sup>212</sup>. Масове використання таких облігацій припинилося ще в середині 1990-х років.

Водночас частка державного боргу в іноземній валюті в нашій державі є надмірною на тлі світових тенденцій. Зокрема, за даними Міністерства фінансів України, наприкінці II кв. 2012 р. вона становила 62 %, що відповідно до табл. 5.4 є вищим, ніж середнє, значенням цього показника у всіх групах країн. Такий стан вказує на значні валютні ризики в Україні, що становлять загрозу для її фінансової безпеки та погіршують боргову ситуацію в цілому.

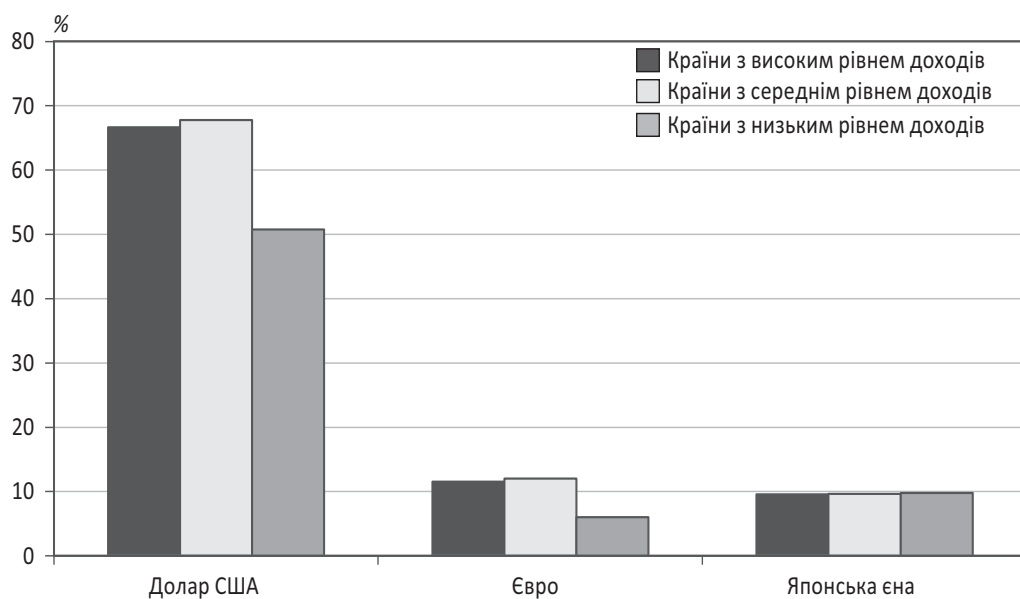
<sup>212</sup> У Мексиці тесобони на тлі політичної кризи та впливу іноземного капіталу стали чинником розкручування боргової та валютної кризи. Темпи девальвації песо перевищили 50 %, а вартість запозичень уряду у січні 1995 р. сягнула 19,6 %. Для порятунку фінансової системи Мексики і капіталу нерезидентів, вкладеного в тесобони, адміністрація США і МВФ надали уряду цієї країни пільгові кредити на суму 22,5 млрд дол. США.



Розглянувши загальну валютну структуру державного боргу країн з різним рівнем доходів на одну особу, проаналізуємо структуру зовнішнього державного боргу за основними видами валют. Як бачимо з рис. 5.2, основними валютами боргових портфелів усіх груп країн є долар США та євро.

Цілком очевидно, що країни з високим та середнім рівнем доходів на одну особу мають найбільшу частку цих валют у загальному кошику (78,3 та 79,5 % відповідно). Це пояснюється тим, що для більшості країн цих двох груп євро і долар є національними валютами. Водночас для менш інтегрованих до міжнародного ринку капіталів країн з низьким рівнем доходів на одну особу ця частка на початок 2012 р. становила лише 57 %, зокрема частка боргу в дол. США – 50,8 %, євро – 6,2 %.

Разом з тим аналіз даних табл. 5.5 щодо зміни кошика валют державного та гарантованого державою боргу з 1995 р. до початку 2012 р. надав можливість визначити певні особливості валютної динаміки боргового портфеля різних країн.



**Рис. 5.2. Кошик найбільших валют боргового портфеля держави країн з різними рівнями доходів станом на 1 січня 2012 р., %**

Складено за: International Debt Statistics 2013 / World Bank. – Washington, D.C., 2013. – Р. 13–15 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://data.worldbank.org/sites/default/files/ids-2013.pdf>.

Таблиця 5.5

**Динаміка валютної структури державного та гарантованого державою боргу країн з різним рівнем доходів на одну особу, % до загального державного боргу**

Валюта	1995	2 000	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<i>Група 1: Країни з високим рівнем доходів на одну особу</i>									
Євро	н. в.	н. в.	14,1	14,3	14,8	13,6	14,0	12,6	11,7
Японська ена	13,0	12,1	9,9	9,6	8,8	10,4	9,5	10,1	9,8
Фунт стерлінгів	1,6	1,0	1,1	0,7	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4
Швейцарський франк	1,1	0,5	0,5	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4
Долар США	48,2	61,7	64,5	65,3	65,2	65,7	66,0	65,8	66,6
<i>Група 2: Країни з середнім рівнем доходів на одну особу</i>									
Євро	н. в.	н. в.	14,6	14,6	15,1	13,8	14,4	13,0	12,0
Японська ена	13,1	12,2	10,0	9,5	8,7	10,4	9,5	10,1	9,8
Фунт стерлінгів	1,5	0,9	1,0	0,7	0,5	0,3	0,4	0,4	0,4
Швейцарський франк	1,1	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4
Долар США	48,7	62,5	65,4	66,3	66,3	66,7	67,0	66,8	67,5
<i>Група 3: Країни з низьким рівнем доходів на одну особу</i>									
Євро	н. в.	н. в.	8,6	10,8	11,1	9,8	9,3	6,6	6,2
Японська ена	11,7	10,6	9,1	10,4	9,7	10,2	9,4	9,7	10,0
Фунт стерлінгів	2,6	2,2	1,7	1,4	1,3	1,0	1,0	0,9	0,8
Швейцарський франк	1,0	0,7	0,6	0,7	0,5	0,3	0,3	0,2	0,1
Долар США	41,3	51,3	54,3	50,2	50,5	50,9	51,1	50,9	50,8

Складено за: International Debt Statistics 2013 / World Bank. – Washington, D.C., 2013 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://data.worldbank.org/sites/default/files/ids-2013.pdf>.

По-перше, як свідчать дані табл. 5.5, протягом сімнадцяти років відбулося значне зростання частки боргу, номінованого в доларах США, у всіх групах країн. Найбільш стрімко цей показник збільшувався до 2006 р. Водночас у посткризовий період темпи його підвищення значно уповільнилися у всіх зазначених групах країн, а в країнах з низьким рівнем доходів на одну особу він навіть зменшився (зокрема, з 54,3 % у 2005 р. до 50,8 % на початку 2012 р.). Насамперед це пов'язано з наслідками світової фінансової кризи 2008 р.: нестабільністю на валютному ринку, посиленням невизначеності на фінансових ринках, що ускладнило вибір надійного позичальника для кредитора, масовим відпливом міжнародного капіталу, зростанням вартості позикових коштів й, зрештою, переорієнтацією на внутрішні запозичення.

По-друге, значення та темпи зростання частки державного боргу і гарантованого державою боргу, номінованого у доларах США, протягом 1995–2011 рр. в країнах з високим та середнім рівнем доходів на одну особу були майже ідентичними. Зокрема, для першої групи країн протягом вказаного періоду вона зросла з 48,2 до 66,6 %, для другої – з 48,7 до 67,5 %.

По-третє, в усіх трьох групах країн зафіксовано низхідний тренд відносно частки боргу, номінованого в євро. Зокрема, ця частка на початок 2012 р. порівняно з 2005 р. зменшилася з 14,1 до 11,7 % для першої групи країн, з 14,6 до 12 % – для другої, з 8,6 до 6,2 % – для третьої групи. Найбільш стрімке скорочення частки мало місце у 2010 р., що пояснюється новою хвилею фінансової кризи в євразоні.

Наступним кроком нашого аналізу стане розгляд боргової структури деяких країн з різним рівнем доходів за строковістю та видами боргових інструментів. На основі даних, наведених у табл. 5.6, можна зробити висновок про незначну частку короткострокового зовнішнього державного та гарантованого державою боргу у загальному борзі для всіх груп країн. При цьому у II кв. 2012 р. найбільше середньогрупове значення цієї частки мали країни з високим та вищим за середній рівнем доходів – 6,5 та 7,3 %, найменше – країни з низьким та нижчим за середній рівнем доходів – 1,3 та 1,4 % відповідно. Така незначна частка короткострокового зовнішнього боргу в секторі державного управління має цілком очевидне пояснення: з погляду кредитора держава є найбільш стабільним та надійним позичальником порівняно з позичальниками інших секторів, тому має певні переваги у залученні зовнішніх ресурсів на довший строк.

Таблиця 5.6

**Структура зовнішнього державного та гарантованого державою боргу за строковістю для деяких країн у II кв. 2012 р.**

Країна	Короткостроковий борг		Довгостроковий борг	
	млн дол. США	% до загального боргу	млн дол. США	% до загального боргу
<i>Низький рівень доходу на одну особу</i>				
Бангладеш	–	0,0	22 129	100,0
Буркіна-Фасо	–	0,0	2 454	100,0
Камбоджа	–	0,0	3 806	100,0
Ефіопія	–	0,0	9 067	100,0
Кенія	–	0,0	9 651	100,0
Ліберія	–	0,0	273	100,0
Мадагаскар	249	10,3	2 177	89,7
Руанда	–	0,0	1 005	100,0
Середнє значення		1,3		98,7
<i>Рівень доходу, нижчий за середній</i>				
Албанія	–	0,0	3 274	100,0
Беліз	–	0,0	994	100,0
Болівія	109	2,9	3 617	97,1
Камерун	–	0,0	2 822	100,0
Гондурас	7	0,2	3 392	99,8
Косово	1	0,2	403	99,8
Нікарагуа	506	12,3	3 620	87,8
Нігерія	–	0,0	8 340	100,0
Соломонові Острови	–	0,0	109	100,0
Тонга	–	0,0	184	100,0
Ємен	–	0,0	6 098	100,0
Середнє значення		1,4		98,6
<i>Рівень доходу, вищий за середній</i>				
Чилі	1 883	8,83	19 430	91,17
Колумбія	831	1,88	43 265	98,12
Казахстан	37	0,68	5 419	99,32
Мексика	26 712	12,46	187 635	87,54
Перу	387	1,85	20 498	98,15
Румунія	2 099	4,76	42 005	95,24
Таїланд	6 727	20,40	26 256	79,60
Середнє значення		7,3		92,73

Закінчення табл. 5.6

<i>Високий рівень доходу на одну особу</i>				
Австралія	17 196	5,76	281 100	94,24
Хорватія	486	2,56	18 506	97,44
Угорщина	7 853	11,18	62 384	88,82
Середнє значення		6,5		93,50

Складено за: Quarterly External Debt Statistics 2012: Cross-Country Tables / World Bank [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/DATASTATISTICS/EXTDECQEDS/0,,contentMDK:20721050~menuPK:4704712~pagePK:64168445~piPK:64168309~theSitePK:1805415,00.html>.

У цілому низький рівень короткострокового боргу є позитивним фактором з погляду фінансової безпеки держави, проте недостатнім для її забезпечення. Свідченням цього є досвід країн, що найбільше постраждали під час світової фінансової кризи 2008 р. Зокрема, крім фінансової дестабілізації, під час кризи суттєво погіршилося становище корпоративного сектору економіки, а саме: мало місце значне зниження надходжень валюти від експорту внаслідок зниження світових цін та зменшення попиту на продукцію. Одночасно зменшилося споживання імпоротної продукції, що збільшило навантаження на банківський сектор, який став неспроможним вчасно обслуговувати свою зовнішню заборгованість. Як наслідок, уряди цих країн були змушені взяти на себе відповідальність за борги інших секторів, зокрема банківського.

У зв'язку з цим доцільно додатково проаналізувати структуру загального зовнішнього боргу за строковістю за всіма секторами економіки (табл. 5.7).

Отже, розглядаючи структуру валового зовнішнього боргу за даними табл. 5.7, маємо констатувати істотні відмінності між групами країн. Частка короткострокового боргу у валовому зовнішньому борзі є значною для всіх груп країн, що, як зазначалося, здебільшого є наслідком великих короткострокових боргів банківського сектору. При цьому середньогрупове значення частки збільшується разом з рівнем доходів на одну особу. Таким чином, країни з високим рівнем доходів мають найвищу частку короткострокового боргу (41,5 %), а країни з рівнем доходів на одну особу, нижчим за середній, – найменшу (17 %).

Для України цей показник становить 27,2 %, що перевищує середнє значення для її групи, та є вищим, ніж середньогрупове значення для країн з рівнем доходів, вищим за середній. Крім того, за даними НБУ,

Таблиця 5.7

**Структура валового зовнішнього боргу за строковістю для країн з різним рівнем доходів на одну особу у II кв. 2012 р.**

Країна	Короткостроковий борг		Довгостроковий борг		Загалом	
	млн дол. США	% до загального боргу	млн дол. США	% до загального боргу	млн дол. США	%
<i>Рівень доходу, нижчий за середній</i>						
Вірменія	716	9,8	6 608	90,2	7 324	100,0
Єгипет	2 902	8,4	31 483	91,6	34 385	100,0
Грузія	1 833	15,2	10 196	84,8	12 029	100,0
Індонезія	39 772	16,6	199 145	83,4	238 917	100,0
Індія	80 451	23,1	268 312	76,9	348 763	100,0
Молдова	1 901	33,9	3 705	66,1	5 606	100,0
Марокко	4 200	13,9	25 934	86,1	30 134	100,0
Україна	35 099	27,2	93 856	72,8	128 955	100,0
Сальвадор	1 211	10,0	10 956	90,0	12 167	100,0
Філіппіни	7 024	11,5	54 207	88,5	61 231	100,0
Середнє значення	17 511	17,0	70 440	83,0	87 951	100,0
<i>Рівень доходу, вищий за середній</i>						
Аргентина	40 015	27,8	103 791	72,2	143 806	100,0
Білорусь	12 430	37,5	20 711	62,5	33 141	100,0
Бразилія	36 897	8,8	380 768	91,2	417 665	100,0
Болгарія	12 389	26,5	34 421	73,5	46 810	100,0
Чилі	19 004	18,7	82 871	81,3	101 875	100,0
Колумбія	9 594	12,6	66 661	87,4	76 255	100,0
Коста-Рика	2 548	23,1	8 459	76,9	11 007	100,0
Йорданія	10 136	57,0	7 646	43,0	17 782	100,0
Казахстан	8 891	6,7	123 541	93,3	132 432	100,0
Латвія	13 504	35,4	24 652	64,6	38 156	100,0
Литва	5 133	16,7	25 684	83,3	30 817	100,0

Продовження табл. 5.7

Країна	Короткостроковий борг		Довгостроковий борг		Загалом	
	млн дол. США	% до загального боргу	млн дол. США	% до загального боргу	млн дол. США	%
Македонія	1 697	27,3	4 529	72,7	6 226	100,0
Малайзія	47 657	49,1	49 325	50,9	96 982	100,0
Мексика	60 620	19,3	253 355	80,7	313 975	100,0
ПАР	23 922	19,7	97 728	80,3	121 650	100,0
Перу	7 350	15,3	40 774	84,7	48 124	100,0
Румунія	17 510	13,8	109 588	86,2	127 098	100,0
Російська Федерація	80 750	14,1	489 972	85,9	570 722	100,0
Таїланд	55 665	46,4	64 409	53,6	120 074	100,0
Туніс	5 959	25,9	17 028	74,1	22 987	100,0
Туреччина	97 851	30,4	224 207	69,6	322 058	100,0
Уругвай	235	1,6	14 197	98,4	14 432	100,0
<b>Середнє значення</b>	<b>25 898</b>	<b>24,3</b>	<b>102 014</b>	<b>75,7</b>	<b>127 912</b>	<b>100,0</b>
<i>Високий рівень доходу на одну особу</i>						
Австралія	345 524	25,9	990 456	74,1	1 335 980	100,0
Австрія	215 508	27,6	564 396	72,4	779 904	100,0
Бельгія	663 640	48,4	708 716	51,6	1 372 356	100,0
Канада	389 402	32,4	811 837	67,6	1 201 239	100,0
Хорватія	6 425	10,9	52 745	89,1	59 170	100,0
Чеська Республіка	27 011	28,6	67 597	71,4	94 608	100,0
Данія	267 022	45,7	317 510	54,3	584 532	100,0
Естонія	8 989	44,6	11 148	55,4	20 137	100,0
Фінляндія	278 475	46,8	316 563	53,2	595 038	100,0
Франція	1 727 802	35,6	3 126 069	64,4	4 853 871	100,0
Німеччина	2 024 726	36,0	3 593 025	64,0	5 617 751	100,0
Греція	225 073	42,8	301 079	57,2	526 152	100,0
Гонконг, Китай	736 761	71,5	293 166	28,5	1 029 927	100,0

Закінчення табл. 5.7

Країна	Короткостроковий борг		Довгостроковий борг		Загалом	
	млн дол. США	% до загального боргу	млн дол. США	% до загального боргу	млн дол. США	%
Ісландія	66 519	63,3	38 602	36,7	105 121	100,0
Ірландія	559 673	26,4	1 563 626	73,6	2 123 299	100,0
Ізраїль	39 341	41,6	55 340	58,4	94 681	100,0
Італія	780 702	33,2	1 571 947	66,8	2 352 649	100,0
Японія	2 115 411	72,3	809 823	27,7	2 925 234	100,0
Республіка Корея	140 724	33,8	275 046	66,2	415 770	100,0
Люксембург	837 942	36,2	1 477 184	63,8	2 315 126	100,0
Мальта	33 585	75,7	10 805	24,3	44 390	100,0
Нідерланди	973 481	40,3	1 444 393	59,7	2 417 874	100,0
Норвегія	252 697	40,1	377 748	59,9	630 445	100,0
Польща	43 213	13,0	288 911	87,0	332 124	100,0
Португалія	198 176	40,8	287 640	59,2	485 816	100,0
Сінгапур	916 563	82,0	201 204	18,0	1 117 767	100,0
Словацька Республіка	23 916	36,5	41 676	63,5	65 592	100,0
Словенія	14 489	27,6	37 978	72,4	52 467	100,0
Іспанія	921 212	40,8	1 339 119	59,2	2 260 331	100,0
Швеція	324 129	31,9	692 683	68,1	1 016 812	100,0
Швейцарія	932 315	63,0	546 641	37,0	1 478 956	100,0
Великобританія	6 898 810	69,5	3 022 078	30,5	9 920 888	100,0
США	5 092 551	33,0	10 322 714	67,0	15 415 265	100,0
Угорщина	26 865	13,2	177 167	86,8	204 032	100,0
Середнє значення	826 726	41,5	1 051 077	58,5	1 877 803	100,0

Складено за: Quarterly External Debt Statistics 2012: Cross-Country Tables / World Bank [Електронний ресурс]. – Режим Доступу: <http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/DATASTATISTICS/EXTDECCQEDS/0,,contentMDK:20721050~menuPK:4704712~pagePK:64168445~piPK:64168309~theSitePK:1805415,00.html>.



загальна частка короткострокового боргу за первинним терміном погашення за всіма секторами економіки у загальному зовнішньому борзі становила 48,8 %, що є зависоким у міжнародному контексті. Основними причинами зростання короткострокового зовнішнього боргу стали збільшення короткострокових зобов'язань інших секторів економіки за торговельними кредитами (на 3,9 млрд дол. США) та виникнення необхідності погашення кредитів МВФ у 2012 р. (на суму 3,5 млрд дол. США).

Слід зазначити, що, крім зростання частки короткострокових кредитів, в країнах з низькими доходами на одну особу негативною тенденцією стало збільшення частки кредитів із плаваючою процентною ставкою. Середні ставки за позиками із плаваючою процентною ставкою збільшилися протягом останніх чотирьох декад майже вдвічі (з 8,3 до 17,3 %) при збільшенні їхньої частки у загальному борзі до 60 %, що пояснюється автоматичним поширенням щорічного приросту процентних ставок на раніше отримані позики. Крім того, через більший ризик неповернення кредиту надбавка до ставки LIBOR для країн із нижчим рівнем доходів на одну особу перевищила аналогічну надбавку для країн з високим рівнем доходів утричі і становила 3 та 1 % відповідно.

На думку фінансових експертів єврозони, в разі зростання ринкових процентних ставок за довгостроковими державними зобов'язаннями до рівня 7 %, відповідна країна зараховується до групи кризових і може претендувати на отримання зовнішньої фінансової допомоги. Це пояснюється порушенням нормального процесу залучення позик і рефінансування боргу<sup>213</sup>. Зокрема, у липні 2012 р. дохідність 10-річних державних облігацій Кіпру становила 7 %, Іспанії – 6,8, Італії – 6, Ірландії – 6,1 %, а середньозважена дохідність суверенних облігацій країн єврозони в цілому дорівнювала 3,25 %. Зазначимо, що у 2012 р. ставки, за якими були розміщені єврооблігації України на міжнародному ринку капіталів, становили 9,25, 7,95 і 7,8 % річних.

Ще однією ознакою процесу формування зовнішнього державного боргу різних країн є використання широкого спектра боргових інструментів. Незважаючи на значну кількість та різноманіття таких інструментів в умовах фінансової глобалізації, у структурі зовнішнього державного боргу більшості країн переважають кредити та боргові цінні

<sup>213</sup> Богдан Т. Боргова піраміда та її наслідки / Т. Богдан // Дзеркало тижня. – 2013. – № 5 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://gazeta.dt.ua/finances/borgova-piramida-ta-yiyi-naslidki.html>.

**Структура зовнішнього державного та гарантованого державою боргу за типом інструменту для деяких країн наприкінці червня 2012 р., % до загального боргу**

Країна	Боргові цінні папери	Кредити	Валюта і депозити	Торгові кредити	Інші боргові зобов'язання	Усього
<i>Низький рівень доходу на одну особу</i>						
Бангладеш	0,0	96,5	0,0	0,0	3,5	100,0
Буркіна-Фасо	0,0	92,5	0,0	0,0	7,5	100,0
Ефіопія	0,0	94,7	0,0	0,0	5,3	100,0
Кенія	0,0	94,0	0,0	0,0	6,0	100,0
Ліберія	0,0	100,0	0,0	0,0	0,0	100,0
Мадагаскар	0,0	93,2	0,0	0,0	6,8	100,0
Руанда	0,0	100,0	0,0	0,0	0,0	100,0
Танзанія	0,0	91,1	0,0	0,0	8,9	100,0
<i>Рівень доходу, нижчий за середній</i>						
Албанія	11,5	86,4	0,0	0,0	2,1	100,0
Беліз	0,0	100,0	0,0	0,0	0,0	100,0
Болівія	10,7	89,3	0,0	0,0	0,0	100,0
Камерун	2,8	88,0	0,0	0,0	9,2	100,0
Гондурас	11,2	88,6	0,0	0,0	0,2	100,0
Косово	0,0	79,0	0,2	0,0	20,8	100,0
Нікарагуа	0,4	91,4	7,6	0,6	0,0	100,0
Нігерія	6,0	66,4	0,0	0,0	27,6	100,0
Соломонові Острови	0,0	98,2	0,0	1,8	0,0	100,0
Тонга	0,0	100,0	0,0	0,0	0,0	100,0
<i>Рівень доходу, вищий за середній</i>						
Антигуа і Барбуда	0,0	100,0	0,0	0,0	0,0	100,0
Китай	3,7	96,3	0,0	0,0	0,0	100,0
Домініка	16,9	78,5	0,0	0,0	4,6	100,0
Домініканська Республіка	19,7	80,3	0,0	0,0	0,0	100,0
Панама	72,7	27,3	0,0	0,0	0,0	100,0
<i>Високий рівень доходу на одну особу</i>						
Багамські Острови	67,8	18,8	0,0	0,0	13,4	100,0

Складено за: Quarterly External Debt Statistics 2012: Cross-Country Tables / World Bank [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/DATASTATISTICS/EXTDECQEDS/0,,contentMDK:20721050~menuPK:4704712~pagePK:64168445~piPK:64168309~theSitePK:1805415,00.html>.

папери. При цьому, як свідчать дані табл. 5.8, перші є найпоширенішими у країнах з низьким та нижчим за середній рівнем доходів на одну особу, другі – характерні для країн з високим та вищим за середній рівнем доходів.

Такий стан справ пояснюється кращими можливостями країн з вищим рівнем доходів для залучення фінансових ресурсів шляхом розміщення боргових цінних паперів, зокрема облігацій зовнішньої державної позики, на міжнародному ринку капіталів, з огляду на їхню кращу платоспроможність та вищі міжнародні кредитні рейтинги. Водночас країни з нижчим рівнем доходів, як правило, залучають кошти від офіційних кредиторів, у тому числі від МФО під виконання конкретних програм та вимог, що висуваються цими організаціями до країни-позичальниці. Залежність від офіційних кредиторів обмежує свободу маневру для урядів-позичальників.

Також необхідно врахувати факт ускладнення виходу на міжнародні ринки капіталів після кризи 2008 р., що призвело до зменшення частки боргу, залученого за допомогою випуску боргових цінних паперів, на користь зростання частки кредитів у борговому портфелі багатьох країн. Зокрема, в Україні, за даними НБУ, частка зовнішнього боргу у формі кредитів для сектору загального державного управління та органів грошово-кредитного регулювання на початку 2008 р. становила 36,2 %, на початок 2010 р. – 67,4 %, III кв. 2012 р. – 62,4 %<sup>214</sup>. Таке стрімке зростання цієї частки пояснюється збільшенням зовнішніх запозичень у формі кредиту МВФ, наданого Україні протягом 2008–2009 рр. у рамках програми Stand-by з метою допомоги нашій державі у забезпеченні фінансової та економічної стабільності під час фінансово-економічної кризи<sup>215</sup>.

Водночас, поряд із особливостями структури зовнішніх боргів країн, що розглядаються, доволі помітною тенденцією останніх років стало послаблення їхньої боргової позиції через низькі буферні запаси ліквідності, необхідні для проведення антициклічної фінансової політики. Зокрема, наприкінці 2010 р. міжнародні резерви відносно зовнішнього сукупного боргу в країнах із низьким і середнім рівнями доходів становили 137 %, а в країнах Європи і Центральної Азії – лише 59 %. Резерви

<sup>214</sup> Офіційний сайт Національного банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=44466](http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=44466).

<sup>215</sup> У рамках зазначеної програми Україна отримала близько 10,6 млрд дол. США кредиту.

становили 11 місяців імпорту товарів і послуг у країнах із низьким і середнім рівнями доходів та 8 місяців імпорту в країнах Європи і Центральної Азії<sup>216</sup>. В Україні ці показники були гіршими: рівень міжнародних резервів не досягав і 30 % зовнішнього сукупного боргу та ледь перевищував 5 місяців імпорту. Станом на початок 2012 р. цей рівень знизився до 25,2 % зовнішнього боргу і 3,5 місяця імпорту, що вказує на значну нестабільність джерел рефінансування боргу.

Підсумковий аналіз поточного стану та структури зовнішнього державного боргу в умовах глобалізації в країнах з різним рівнем доходів на одну особу дає змогу дослідити особливості боргової ситуації після подолання першої хвилі світової фінансової кризи та визначити основні чинники нарощування зовнішньої заборгованості, зокрема у країнах з рівнем доходів, нижчим за середній, до яких належить наша держава. Перелік цих факторів такий: експансійна фіскальна політика і, як наслідок, – ухвалення дефіциту бюджету, брак внутрішніх ресурсів та неефективне використання доходів бюджету й залучених коштів, незадовільний стан боргового менеджменту та історичні передумови збільшення зовнішньої заборгованості, зрештою, високий рівень корупції та брак структурних реформ. Дія цих чинників посилювалася й зовнішніми факторами, зокрема наслідками фінансової кризи та невирішеними проблемами у сфері міжнародних фінансів, а також стрімким розповсюдженням чергового циклічного спаду у міжнародній економіці.

Незважаючи на доволі помірний рівень зовнішнього державного боргу України порівняно з досліджуваними країнами, його частка в іноземній валюті є надмірною на тлі світових тенденцій. Погіршують боргову ситуацію в країні також низькі буферні запаси ліквідності, нестабільність джерел рефінансування боргу та наявність значних умовних зобов'язань уряду, які за несприятливих умов світової кон'юнктури можуть перетворитися на прямі борги держави. Крім того, на відміну від інших країн, облік боргу сектору загального державного управління в Україні поширюється лише на центральний уряд, а не на всі рівні державного управління. Це призводить до заниження реальних показників державного боргу.

<sup>216</sup> Global Development Finance 2012: External Debt of Developing Countries / International Bank for Reconstruction and Development. – Washington, D. C. : The World Bank, 2012. – P. 1–6 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://data.worldbank.org/sites/default/files/gdf\\_2012.pdf](http://data.worldbank.org/sites/default/files/gdf_2012.pdf).

## 5.2. ФІНАНСОВО-ЕКОНОМІЧНІ ЧИННИКИ ПОРУШЕННЯ БОРГОВОЇ СТІЙКОСТІ ТА НАСЛІДКИ БОРГОВИХ КРИЗ

Залучення державою позик і формування державного боргу призвели до виникнення і доволі значного поширення такого явища, як боргові кризи. Основними типами боргових криз є кризи внутрішнього і зовнішнього боргу. Криза зовнішнього боргу виникає у випадку неспроможності (або небажання) країни обслуговувати свої зовнішні борги. Розрізняють також кризу державної і корпоративної зовнішньої заборгованості. Під кризою внутрішнього державного боргу зазвичай розуміють недотримання державою своїх внутрішніх боргових зобов'язань.

Як правило, ідентифікувати кризу внутрішнього боргу складніше, оскільки уряди можуть порушувати свої зобов'язання перед внутрішніми кредиторами у декілька способів: прямо оголошуючи дефолт, монетизуючи борг, що виливається у підвищення темпів інфляції чи настання гіперінфляції; обкладаючи високими податками відсоткові доходи; примусово змінюючи основні умови позики (шляхом реструктуризації боргових платежів, конверсії боргу та ін.); скасовуючи прив'язку до золота; вдаючись до інших форм «фінансових репресій». Відомі вчені К. Райнхарт і К. Рогофф зазначали, що у справі класифікації дефолтів залишається високий ступінь невизначеності, особливо якщо брати до уваги періоди «інфляційно пов'язаних дефолтів»<sup>217</sup>.

В останніх дослідженнях експерти МВФ вводять поняття «фіскального стресу», що є аналогом кризи державних фінансів. Факт такого стресу експерти МВФ визначають як одну з таких подій, що може проявлятися ізольовано або у поєднанні з іншими подіями:

- реструктуризація державного боргу чи дефолт за державними зобов'язаннями;
- фінансування платіжного балансу країни чи бюджету Міжнародним валютним фондом у розмірі, що перевищує 100 % квоти країни;
- неочевидний дефолт за внутрішніми зобов'язаннями у формі гіперінфляції (що перевищує 500 % на рік для країн з ринками, що формуються, і 35 % – для розвинутих країн);

<sup>217</sup> Reinhart C. M. This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly / C. M. Reinhart, K. S. Rogoff. – Princeton, NJ : Princeton University Press, 2009.

– стрімке зростання вартості державних запозичень (підвищення спредів за суверенними зобов'язаннями до 1000 б. п. і вище)<sup>218</sup>.

Іноді різні типи криз можуть тісно переплітатися і мати причинно-наслідковий характер, тобто розгортання кризових явищ в одній сфері зумовлює нестабільність в іншій. Крім того, виникнення різних типів криз досить часто відбувається одночасно під впливом спільних факторів. Так, в країнах, що розвиваються, простежується чіткий взаємозв'язок між банківськими і валютними кризами, зумовленими раптовими зупинками потоків капіталу, що згодом може трансформуватися у боргову кризу.

За дослідженнями Л. Левіна і Ф. Валенсія, які вивчали феномен фінансових криз у період з 1970 по 2011 р., із загальної кількості криз 217 були валютними, 147 – банківськими, а 67 – кризами суверенної заборгованості<sup>219</sup>. При цьому з 67 криз суверенного боргу 20 супроводжувалися кризовими явищами у банківській сфері, а 42 боргові кризи збігалися з валютними кризами. Так звані потрійні кризи, які передбачають збіг валютних, банківських криз і криз суверенного боргу, мали місце у таких країнах: Мексика – 1994 р., Індонезія – 1997 р., Корея – 1997 р., Бразилія – 1998 р., Росія – 1999 р., Еквадор – 1999 р., Туреччина – 2001 р., Аргентина – 2001 р., Уругвай – 2002 р.<sup>220</sup>

На сьогодні перед економічною наукою доволі гостро постало питання прогнозування часу настання боргової кризи та визначення її руйнівних сил. Фінансові ринки з високим ступенем левериджу іноді стикаються з кризою довіри, що стає чинником їх волатильності, ускладнюючи тим самим завдання передбачення кризи. Крім цього, з розвитком економічних та фінансових структур змінюється і сама природа кризових явищ. Тому закономірним явищем є «старіння» механізмів раннього попередження криз, які з часом стають неадекватними і неспроможні з високою достовірністю спрогнозувати виникнення кризи.

Існує безліч теорій, які розглядають фундаментальні причини виникнення кризових явищ – макроекономічні дисбаланси, внутрішні чи зовнішні шоки, – водночас безпосередні причини фінансових криз залишаються малодослідженими і важкопередбачуваними. Незаперечним є

<sup>218</sup> *Assessing Fiscal Stress* / E. Baldacci, I. Petrova, N. Belhocine et al. // IMF Working Paper. – 2011. – WP/11/100. – 42 p.

<sup>219</sup> *Laeven L. Systemic Banking Crises Database: An Update* / L. Laeven, F. Valencia // IMF Working Paper. – 2012. – WP/12/163.

<sup>220</sup> *Mecagni M. The Persistence of Capital Account Crises* / M. Mecagni, R. Atoyan, D. Hofman // IMF Working Paper. – 2009. – WP/09/103. – P. 7.

той факт, що фінансові кризи часто виникають в результаті дії «ірраціональних» факторів, таких як раптові атаки на банки, поширення «ефектів зараження» чи зовнішніх ефектів між фінансовими ринками, роздування «бульбашок» цін на активи, кредитні буми та інші потрясіння на фінансових ринках.

Проблема прогнозування часу настання фінансових криз залишається невирішеною. Поза сумнівом, проведення вчасної діагностики, включаючи передбачення часу початку кризи, дало б змогу вжити відповідних заходів для уникнення розгортання кризових явищ або, принаймні, мінімізувати втрати у разі їх настання. Проте, незважаючи на значні зусилля у цьому напрямі, жоден набір індикаторів неспроможний пояснити всю різноманітність криз і, відповідно, встановити їхні часові межі. Доволі часто періоди потрясінь виникають в ендогенний спосіб разом із можливістю множинної рівноваги і численними нелінійностями. І хоча в цьому випадку нескладно виявити «слабкі місця» чи зони вразливості, однак досить важко з високою точністю спрогнозувати час настання кризи.

Ще одним фактором, який ускладнює процес ідентифікації першопричин фінансової кризи, є тісний зв'язок між борговими кризами та раптовими зупинками потоків іноземного капіталу і валютними чи банківськими кризами (а також їх різними комбінаціями). Емпіричні дослідження, присвячені аналізу причин фінансових криз, стикаються з проблемами пропущених змінних, ендогенної природи криз і одночасного впливу. Хоча, наприклад, використання показника обсягу короткострокового (зовнішнього) боргу як індикатора наближення кризи може виявитися корисним, такий підхід не дає можливості виявити першопричини фінансової нестабільності.

Кризам внутрішнього державного боргу в економічній теорії відводять тривіальну роль, оскільки зазвичай припускають, що уряд завжди виконує свої внутрішні боргові зобов'язання. При виникненні фінансових ускладнень уряди можуть формально виконувати боргові зобов'язання шляхом використання монопольного права на емісію національної валюти, що призводить до інфляційних сплесків. В історії такий епізод був зафіксований у США в кінці 1770-х років, коли рівень інфляції сягнув 200 %, а також у деяких європейських країнах, в яких спостерігався період гіперінфляції після Другої світової війни.

Моделі раннього попередження криз доволі довго перебували в центрі наукових розробок, при цьому підґрунтям моделей «першого

покоління» були макроекономічні дисбаланси. В ранніх моделях передбачення криз, більшість з яких намагалися пояснити фактори банківських і валютних криз, акцент був зроблений на макроекономічних і фінансових дисбалансах в контексті країн з ринками, що формуються. Зокрема, Г. Камінські і К. Райнхарт у своїх дослідженнях показали, що збільшення грошової маси, величини кредитів та деяких інших змінних понад їхні граничні значення підвищує ймовірність розгортання банківської кризи<sup>221</sup>.

У моделях наступних поколінь, більшість з яких націлювали на зовнішні кризи, серед показників, які використовували для попередження криз, почали розглядати балансові змінні. Відповідні показники містять обсяг короткострокового боргу за залишковим терміном погашення. Світовий досвід показує, що для криз у країнах, що розвиваються, характерне високе співвідношення грошової маси та міжнародних резервів у рік перед кризою. Крім того, дослідження свідчать, що у більшості випадків кризам передує стрімке зростання реального обмінного курсу, дефіциту поточного рахунку, експансія внутрішнього кредитування, підвищення цін на активи фондового ринку.

У пізніших моделях показано, що комбінація низки змінних дає змогу ідентифікувати фінансовий стрес і зони вразливості. Зокрема, детальний аналіз моделей попередження фінансових криз проведено у роботі Д. Френкеля і Г. Саравелоса. Дослідники зазначають, що у 83 працях у ролі індикаторів для передбачення кризи використовують показники зростання обсягу кредитів, валютних резервів, реального обмінного курсу, ВВП і відношення поточного рахунку до ВВП<sup>222</sup>.

Остання фінансово-економічна криза яскраво продемонструвала, що міжнародні фінансові ринки мають багатовекторний вплив у процесах виникнення, трансмісії та надання поштовху різним типам криз, тому у моделях прогнозування криз широке застосування дістали показники, які засвідчують ступінь міжнародних взаємозв'язків. Зокрема, показники банківської діяльності, такі як рівень вразливості до ризиків зовнішнього фінансування і співвідношення між основними зобов'язан-

<sup>221</sup> *Kaminsky G. The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems / G. Kaminsky, C. Reinhart // American Economic Review. – 1999. – Vol. 89. – P. 473–500.*

<sup>222</sup> *Frankel J. Can Leading Indicators Assess Country Vulnerability? Evidence from the 2008–09 Global Financial Crisis / J. Frankel, G. Saravelos // Journal of International Economics. – 2012. – Vol. 87. – P. 216–31.*



нями банків (депозитами) та іншими зобов'язаннями, дають можливість виявити відповідні зони вразливості<sup>223</sup>.

Світова фінансова теорія та практика управління вказують на те, що до боргових криз здебільшого призводять такі диспропорції у сфері державних фінансів:

1. Надмірно експансійна бюджетно-податкова політика (індикатором якої є значний дефіцит бюджету) збільшує потреби держави у залученні позичкових коштів, призводить до зростання процентних ставок за позиками та підвищує кредитні ризики для кредиторів держави і ризики рефінансування боргу для уряду. Наслідком експансійної бюджетно-податкової політики зазвичай стає розширення дефіциту поточного рахунку (що породжує загрози для стійкості платіжного балансу), яке може стати чинником зростання попиту на іноземну валюту та вилучення міжнародних резервів.
2. Суттєве зростання умовних зобов'язань держави або вірогідність їх перекладення на державний бюджет збільшують ризики дефолту та інфляції для суб'єктів фінансового ринку і спричиняють тиск на валютний курс або породжують проблеми з рефінансуванням державного боргу для уряду.
3. Значні обсяги державного короткострокового боргу та державного боргу в іноземній валюті відіграють важливу роль при оцінці ризиків ліквідності і платоспроможності інвесторами. Вагомі диспропорції в структурі державного боргу за валютами чи термінами погашення можуть призводити до виникнення валютних і боргових криз на основі очікувань, які самореалізуються.

Р. Хеммінг, М. Келлі і А. Шіммельфеніг у рамках емпіричного дослідження фіскальної вразливості, боргових і фінансових криз дійшли висновку про те, що доволі значущими та інформативними показниками у межах систем «раннього попередження» криз є низка фіскальних індикаторів. За результатами дослідження фахівців МВФ, роль сигналів фінансових і боргових криз можуть відігравати такі показники державних фінансів:

- загальний баланс центрального уряду, % ВВП;
- первинний баланс центрального уряду, % ВВП;
- загальне фінансування дефіциту центрального уряду, % ВВП;

<sup>223</sup> Shin H. S. Procyclicality and the Search for Early Warning Indicators // Financial Crises, Consequences, and Policy Responses / S. Claessens, M. A. Kose, L. Laeven, F. Valencia. – 2013 (forthcoming).

- зміна чистих вимог банківського сектору до центрального уряду, % ВВП;
- загальний борг центрального уряду, % ВВП;
- довгостроковий зовнішній державний борг і гарантований державою борг, % ВВП;
- короткостроковий державний борг, % ВВП;
- борг центрального уряду, деномінований в іноземній валюті, % загального боргу;
- загальні видатки і кредитування центрального уряду, % ВВП;
- відсоткові видатки центрального уряду, % загальних видатків;
- видатки центрального уряду на оборону, % загальних видатків;
- соціальні видатки центрального уряду, % загальних видатків;
- доходи і гранти центрального уряду, % ВВП;
- неподаткові доходи центрального уряду, % загальних доходів;
- гранти центрального уряду, % загальних доходів<sup>224</sup>.

Загалом при проведенні економічних досліджень виявлення зон вразливості стало більш-менш реалістичним завданням, однак проблема точного передбачення кризи та її часових меж залишилася невирішеною. Жоден набір індикаторів не дає змоги спрогнозувати настання різних типів криз.

У процесі розгортання боргових, валютних криз і «раптових зупинок» важливе значення мають **глобальні фактори**. До числа таких факторів часто відносять: *погіршення умов торгівлі, різкі стрибки світових процентних ставок і цін на сировину*. Так, наприклад, зростання процентних ставок у США дало поштовх до виникнення криз суверенної заборгованості в Латинській Америці у 1980-х роках. Як правило, фінансовим кризам передують підвищення процентних ставок у розвинутих країнах або раптові зміни цін на сировинні товари, особливо нафту. Проте і низькі процентні ставки також можуть стати чинником виникнення кризових явищ. Так, Д. Тейлор вказує на те, що у багатьох випадках світові фінансові кризи розгорталися в умовах низьких процентних ставок<sup>225</sup>. Інші дослідження наводять докази тісного зв'язку між нещодо-

<sup>224</sup> *Hemming R. Fiscal Vulnerability and Financial Crises in Emerging Market Economies / R. Hemming, M. Kell, A. Schimmelpfennig // IMF Occasional Paper. – 2003. – № 218.*

<sup>225</sup> *Taylor J. B. An Empirical Analysis of the Revival of Fiscal Activism in the 2000s / J. B. Taylor // Journal of Economic Literature. – 2011. – Vol. 49, № 3. – P. 686–702.*

давньою кризою та глобальними дисбалансами, які існували у 2000-х роках<sup>226</sup>.

Емпіричні дослідження підтверджують, що раптові зупинки потоків капіталу у більшості випадків пов'язані з глобальними шоками. Досвід країн з ринками, що формуються, наприклад, Латинської Америки і Азії у 1990-х роках і Центральної та Східної Азії в 2000-х, свідчить, що після періоду інтенсивного припливу капіталу зазвичай відбувається різка зупинка чи зворотний рух капіталу, які зумовлюються впливом глобальних шоків.

Теоретичне узагальнення моделей фінансових криз та накопиченого емпіричного досвіду дає підстави зробити висновок про те, що боргові кризи зазвичай характеризуються сукупністю таких елементів:

1. *Об'єктивні передумови.* «Слабкі місця» і зони вразливості роблять країну чутливою до впливу різних шоків. Стійкий і значний бюджетний дефіцит та високий державний борг, дефіцит поточного рахунку платіжного балансу, низький обсяг міжнародних резервів, значні фінансові розриви у балансах банків тощо вважаються об'єктивними передумовами кризи.
2. *Зовнішні та/або внутрішні шоки.* Шоки виникають внаслідок зміни об'єктивних і суб'єктивних умов – цін на експортовані товари, процентних ставок на міжнародних ринках, оцінок ризикованості боргових інструментів країн з ринками, що формуються. Такі зміни зазвичай негативно впливають на ключові аспекти економічної діяльності і можуть задіяти ланцюг кризових подій.
3. *Економічна політика уряду і органів грошово-кредитного регулювання.* Курс бюджетно-податкової і валютно-курсової політики, темпи інфляції і дотримання бюджетних правил, а також рішення державних органів, які приймалися напередодні та у ході фінансових криз, справляють вагомий вплив на гостроту і ступінь поширення кризи.
4. *Поведінка і дії економічних суб'єктів.* До цієї групи факторів належать рішення суб'єктів фінансового ринку – інвесторів, кредиторів, вкладників банків тощо, які пов'язані з довірою чи недовірою до фінансової системи і державної політики. Початок і поглиблення кризи часто зумовлюються відмовою інвесторів від рефінансування боргу уряду та банків, рішенням вкладників вилучити депозити.

<sup>226</sup> *Obstfeld M. Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes / M. Obstfeld, K. Rogoff // CEPR Discussion Papers. – 2009. – № 7606.*

зити з банків. Можуть також мати місце сплановані дії економічних агентів, такі як спекулятивні атаки на національну валюту.

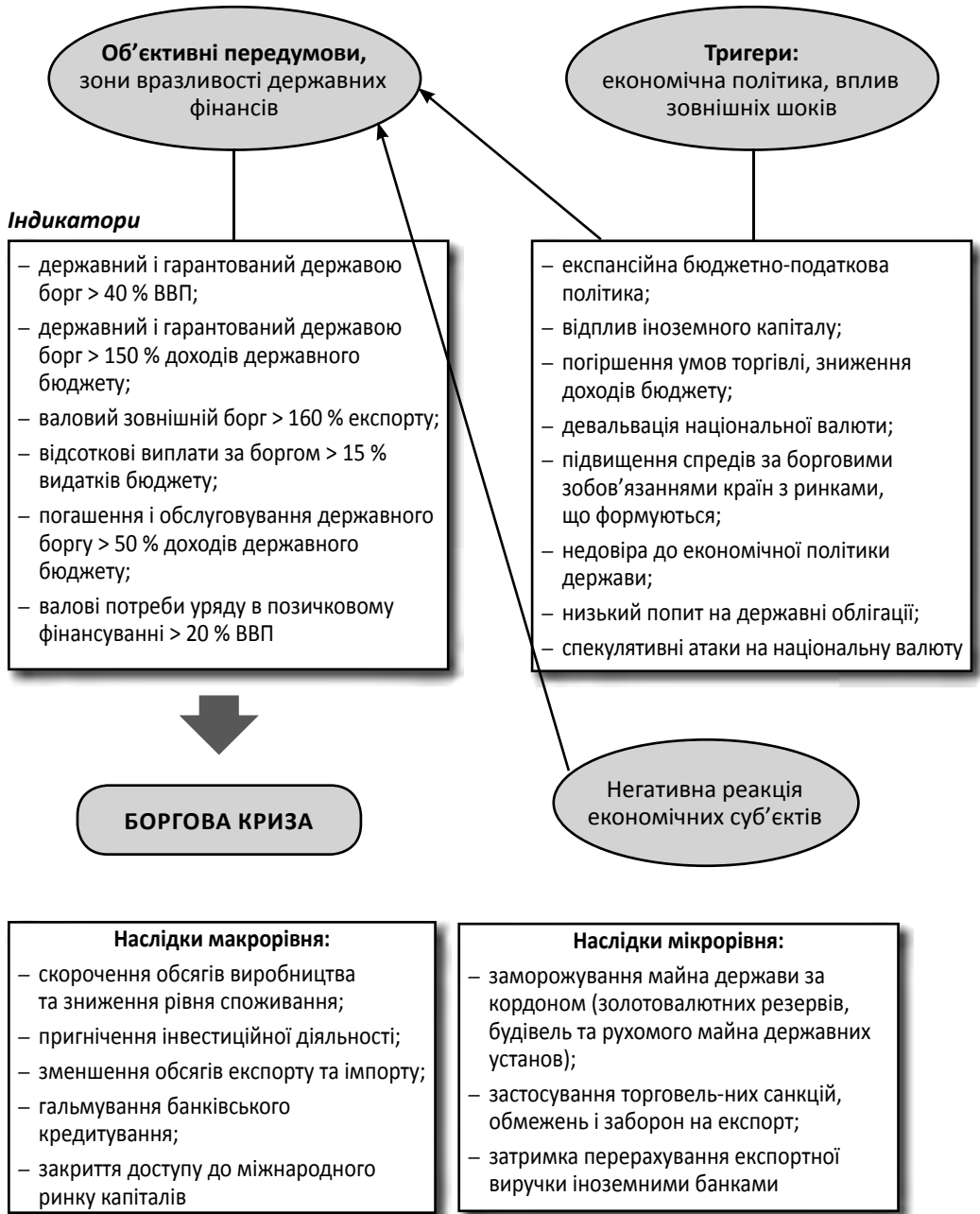
Зазначені елементи кризового механізму тісно взаємопов'язані (рис. 5.3). Помилки економічної політики підвищують вразливість країни до впливу зовнішніх шоків. Довіра інвесторів і вкладників залежить як від зовнішніх умов, так і від міцності макроекономічних показників країни та раціональності економічної політики. Проведення надмірно м'якої монетарної політики може призвести до перегріву економіки і накопичення надмірного обсягу боргів.

Таким чином, **боргова криза є результатом взаємопоеднання і взаємовпливу об'єктивних передумов (зон вразливості), дії зовнішніх чи внутрішніх шоків (тригерів), помилок економічної політики і негативної реакції економічних агентів.**

Тобто за сформованих зон вразливості вплив факторів (подій) зовнішнього чи внутрішнього характеру, які суттєво посилюють боргове навантаження або звужують можливості для рефінансування боргу, можуть спричиняти ланцюгову реакцію боргової кризи. Ми ідентифікували основні рушійні сили (тригери), які можуть призводити до виникнення боргової кризи в Україні.

Згідно з нашими оцінками, основними **тригерами боргової кризи** є:

- експансійна бюджетно-податкова політика (*умови спрацювання*: корекція курсу реформ і нарощування соціальних зобов'язань);
- виникнення додаткових потреб у рекапіталізації державних компаній та/або системних банків);
- відплив іноземного капіталу з України (*умови спрацювання*: зниження схильності міжнародних інвесторів до прийняття ризиків, виникнення боргової кризи у країні зі схожими соціально-економічними умовами, політична дестабілізація в Україні; нездатність протистояти впливу шоківих ситуацій і виникнення кризових явищ на внутрішньому фінансовому ринку та/або у реальному секторі);
- підвищення спредів за борговими зобов'язаннями країн з ринками, що формуються (*умови спрацювання*: виникнення боргової кризи у кількох країнах чи в одній країні-гегемоні; загострення проблем у міжнародній банківській системі і банкрутство одного чи кількох міжнародних банків);
- девальвація національної валюти (*умови спрацювання*: паніка на валютному ринку, масова втеча капіталу і критичне зниження міжнародних резервів України; подальше нарощування дефіциту по-



**Рис. 5.3. Передумови і наслідки боргових криз для економіки держави**

Складено автором.

- точного рахунку і вичерпання можливостей його фінансування за допомогою надходжень за фінансовим рахунком);
- недовіра до економічної політики держави, зниження доходів бюджету і низький попит на ОВДП (*умови спрацювання*: погіршення економічної ситуації у країні, корупційні скандали, наростання паничних настроїв на фінансовому ринку);
  - спад світових цін на металопродукцію та інші товари вітчизняного експорту, зниження доходів бюджету (*умови спрацювання*: погіршення кон'юнктури міжнародних товарних ринків під впливом шоків попиту чи шоків пропозиції).

Оголошення дефолту часто ідентифікується як настання боргової кризи. На думку В. Клайна, ступінь виконання позичальником зобов'язань перед кредиторами є функцією двох змінних: спроможності і бажання позичальника здійснювати боргові виплати. Боргова спроможність здебільшого визначається об'єктивними економічними умовами. Відношення державного боргу до ВВП і зовнішнього боргу до експорту товарів і послуг, рівень доходів на одну особу і темпи зростання національної економіки, рівень процентних ставок за позиками є основними детермінантами спроможності уряду виплачувати накопичені борги. Однак бажання позичальника виконувати боргові зобов'язання (на відміну від спроможності) є суб'єктивним явищем, на яке впливають ступінь популізму економічної політики, оцінка справедливості вилучення доходів на користь кредиторів та ін.

Наслідки боргових криз можна умовно поділити на наслідки макро- і мікрорівня. Після початку боргової кризи на макрорівні можливе розгортання таких негативних процесів: пригнічення інвестиційної діяльності, скорочення обсягів виробництва, зменшення обсягів експорту та імпорту, гальмування банківського кредитування, зниження рівня споживання, закриття доступу до міжнародного ринку позичкових капіталів.

Для держави оголошення дефолту з високою вірогідністю супроводжуватиметься такими наслідками на мікрорівні:

- заморожування майна держави за кордоном (золотовалютних резервів, будівель та рухомого майна державних установ тощо);
- застосування торговельних санкцій, обмежень і заборон на експорт;
- затримка перерахування експортної виручки іноземними банками.

У багатьох випадках боргові кризи спричиняють істотне **скорочення обсягів виробництва** та погіршення більшості макроекономічних показників (рівня споживання, інвестицій, промислового виробництва).

С. Клаесенс, М. Косе і М. Терронес зазначають, що фінансові кризи є причиною уповільнення економічної активності і виникнення рецесії<sup>227</sup>.

Е. Боренштайн і У. Паніцца<sup>228</sup>, Е. Леві-Єяті і У. Паніцца<sup>229</sup> і Д. Фуркері і А. Здзенічка вказують на обумовленість значних втрат ВВП борговими кризами. Д. Фуркері і А. Здзенічка для проведення емпіричного дослідження використали статистичні дані для 154 країн у 1970–2008 рр. Вони з'ясували, що кризи суверенного боргу в короткостроковому періоді призводять до зменшення реального ВВП на 6 в. п. Однак негативний вплив криз суверенного боргу проявляється і в середньостроковому періоді: сумарні втрати реального ВВП після восьми років з моменту розгортання боргової кризи оцінюються на рівні близько 10 в. п.<sup>230</sup>

Якщо порівнювати наслідки боргових криз з втратами від банківських чи валютних криз, то можна говорити про зіставний рівень економічних втрат. А. Абіад, Г. Дель'Арікія і Г. Лі оцінили середньострокові втрати реального випуску, пов'язані з банківськими кризами. Вони встановили, що через 7 років після настання банківської кризи рівень випуску зазвичай є нижчим на 10 в. п. порівняно з періодом напередодні банківської кризи<sup>231</sup>.

М. Хутчісон підрахував, що валютні кризи в середньому спричиняють у країнах зниження сумарного випуску на 2–3 в. п. Проте якщо валютна криза супроводжується впливом іноземного капіталу (або раптовою зупинкою капіталу – *sudden stop*), тоді втрати випуску збільшуються до 6–8 в. п. у короткостроковому періоді і до 13–15 в. п. у середньостроковому.

Боргові кризи зазвичай пов'язані зі значним спадом макроекономічних агрегатів та дають поштовх до входження економіки у стан рецесії.

<sup>227</sup> *Claessens S. What Happens During Recessions, Crunches and Busts? / S. Claessens, M. A. Kose, M. Terrones // Economic Policy. – 2009. – Vol. 60. – P. 653–700; Claessens S. How do Business and Financial Cycles Interact? / S. Claessens, M. A. Kose, M. Terrones // Journal of International Economics. – 2012. – Vol. 87. – P. 178–190.*

<sup>228</sup> *Borensztein E. The Costs of Sovereign Default / E. Borensztein, U. Panizza // IMF Staff Papers. – 2009. – Vol. 56, № 4. – P. 683–741.*

<sup>229</sup> *Levy-Yeyati E. L. The Elusive Costs of Sovereign Defaults / E. L. Levy-Yeyati, U. Panizza // Journal of Development Economics. – 2011. – Vol. 94(1). – P. 95–105.*

<sup>230</sup> *Furceri D. How Costly Are Debt Crises? / D. Furceri, A. Zdzienicka // Journal of International Money and Finance. – 2012. – Vol. 31, № 4. – P. 726–742.*

<sup>231</sup> *Abiad A. What Have We Learned about Creditless Recoveries? / A. Abiad, G. Dell'Ariccia, B. Li // Financial Crises, Consequences, and Policy Responses / S. Claessens, M. A. Kose, L. Laeven, F. Valencia. – 2013.*

За таких обставин зниження рівня споживання, інвестицій, промислового виробництва, зайнятості, обсягів експорту та імпорту є набагато істотнішим, ніж в умовах економічного спаду, не пов'язаного з кризою. Зокрема, дослідження вказують на те, що скорочення споживання в країнах з ринками, що формуються, в період фінансової кризи у 7–10 разів перевищує зменшення споживання в період економічної рецесії, не спричиненої фінансовою кризою.

Для реального сектору найсуттєвішим проявом негативного впливу фінансової кризи є обмеженість, а то й повна відсутність кредитів банків та інших фінансових інститутів. У своїх працях Г. Дель'Арікіа, Е. Детрагіаче, Р. Раджан<sup>232</sup>, а також Д. Клінгебіль, Л. Левін і Р. Крознер показали, що в країнах, які пережили банківські кризи, зростання активності реального сектору відбувається повільніше, ніж за звичайних умов. Вони пояснюють це тим, що для відновлення темпів зростання підприємства виробничої сфери потребують зовнішньої підтримки банків у вигляді кредитування, натомість банки обмежені у кредитних можливостях<sup>233</sup>.

Отже, боргові кризи стають причиною суттєвих коригувань більшості фінансових показників розвитку держави і справляють тривалий негативний вплив на розвиток економіки і національної фінансової системи.

У період 1976–2004 рр. у світі відбулися 63 кризи суверенного боргу, причому пік боргових криз припадав на період кінця 1970 р. – початку 1980 р. Це був період економічної депресії у розвинутих країнах, зростання світових процентних ставок та зниження ліквідності міжнародних фінансових ринків. До початку глобальної фінансово-економічної кризи (після 2000 р.) кризи суверенного боргу мали місце в Аргентині, Домініканській Республіці, Уругваї, Кот-д'Івуарі, Габоні, Домініці, Гренаді, Габоні (табл. 5.9).

З кінця 1990-х років характерною рисою країн з ринками, що формуються, став тісний взаємозв'язок і можливість одночасного настання боргових, валютних і банківських криз. У теоретичному плані можливість перетікання і трансформації одного типу кризи в інший часто пояснюється «синдромом первинного гріха»: здатністю позичальників –

<sup>232</sup> *Dell'Arizza G.* The Real Effect of Banking Crises / G. Dell'Arizza, E. Detragiache, R. Rajan // *Journal of Financial Intermediation.* – 2008. – Vol. 17. – P. 89–112.

<sup>233</sup> *Klingebiel D.* Banking Crises, Financial Dependence, and Growth / D. Klingebiel, R. Kroszner, L. Laeven // *Journal of Financial Economics.* – 2007. – Vol. 84, № 1. – P. 187–228.



Таблиця 5.9

**Кризи суверенного боргу в історичному ракурсі**

№ з/п	Країна	Рік початку кризи	№ з/п	Країна	Рік початку кризи
1	Демократична Республіка Конго	1976	29	Нігер	1983
2	С'єрра-Леоне	1977	30	Нігерія	1983
3	Перу	1978	31	Панама	1983
4	Туреччина	1978	32	Філіппіни	1983
5	Ямайка	1978	33	Чилі	1983
6	Судан	1979	34	Уругвай	1983, 2002
7	Того	1979	35	Єгипет	1984
8	Болівія	1980	36	Мозамбік	1984
9	Ліберія	1980	37	Танзанія	1984
10	Нікарагуа	1980	38	Кот-д'Івуар	1984, 2001
11	Гондурас	1981	39	В'єтнам	1985
12	Коста-Рика	1981	40	Гвінея	1985
13	Мадагаскар	1981	41	Південна Африка	1985
14	Польща	1981	42	Гамбія	1986
15	Сенегал	1981	43	Республіка Конго	1986
16	Уганда	1981	44	Габон	1986, 2002
17	Венесуела	1982	45	Ангола	1988
18	Гана	1982	46	Йорданія	1989
19	Малаві	1982	47	Камерун	1989
20	Мексика	1982	48	Тринідад і Тобаго	1989
21	Парагвай	1982	49	Болгарія	1990
22	Румунія	1982	50	Албанія	1990
23	Еквадор	1982, 1989	51	Іран	1992
24	Аргентина	1982, 2001	52	Росія	1998
25	Домініканська Республіка	1982, 2003	53	Україна	1998
26	Бразилія	1983	54	Індонезія	1999
27	Замбія	1983	55	Домініка	2002
28	Марокко	1983	56	Молдова	2002
			57	Гренада	2004

Складено за: *Furceri D. How Costly Are Debt Crises? / D. Furceri, A. Zdzienicka // Journal of International Money and Finance. – 2012. – Vol. 31, № 4. – P. 726–742.*

країн з ринками, що формуються, залучати здебільшого короткострокові позики, деноміновані в іноземних валютах<sup>234</sup>. Після періодичних девальвацій національних валют таких країн тягар державного боргу суттєво зростає, що може стати причиною виникнення боргової кризи.

К. Райнхарт і К. Рогофф пропонують такий ланцюг причинно-наслідкових зв'язків: корпоративні дефолти → банківська криза → криза суверенного боргу. Реально можуть спрацьовувати і зворотні зв'язки: дефолт держави стає причиною банківської кризи, якщо банки є основною групою інвесторів у державні цінні папери. А банківська і боргова криза дають поштовх виникненню валютної кризи<sup>235</sup>.

Спробуємо виявити фактори виникнення боргових криз та механізми поширення кризових явищ в окремих країнах з ринками, що формуються, які створюватимуть підґрунтя для вироблення рекомендацій щодо антикризового управління державним боргом. Найбільш резонансними на світовій арені у період 1990 – 2000-х років стали боргові кризи в Мексиці та Аргентині.

У 1994–1995 рр. **Мексика** зазнала краху внутрішнього ринку державних облігацій, що було пов'язано з валютною кризою і ліквідацією режиму фіксованого обмінного курсу. При цьому формально уряду Мексики вдалося уникнути дефолту за борговими зобов'язаннями.

Одним із макроекономічних дисбалансів Мексики, з яким вона стикнулася на межі 1980–1990-х років, був значний дефіцит поточного рахунку платіжного балансу, котрий збільшився з 6 млрд дол. США у 1989 р. до 15 млрд дол. у 1991 р. і перевищив 20 млрд дол. США у 1993 р. Фіксований режим обмінного курсу став причиною утримання курсу песо на завищеному рівні, який пригнічував експорт Мексики і стимулював імпорт.

Дефіцит поточного рахунку фінансувався за рахунок масивного припливу іноземного капіталу, який не мав продуктивного характеру – не інвестувався у реальні активи, які б сприяли підвищенню експортної спроможності мексиканської економіки і зміцненню її валютно-фінансової позиції. Приплив іноземного капіталу трансформувався у короткострокові фінансові вкладення в державні облігації і банківські депо-

<sup>234</sup> *Eichengreen B. Currency Mismatches, Debt Intolerance, and Original Sin: Why They Are Not the Same and Why It Matters / B. Eichengreen, R. Hausmann, U. Panizza // NBER Working Paper. – 2003. – № 10036. – 62 p.*

<sup>235</sup> *Reinhart C. From Financial Crash to Debt Crisis / C. Reinhart, K. Rogoff // NBER Working Paper. – 2010. – № 15795. – 46 p.*

зити (такі вкладення моментально могли бути виведеними при появі перших ознак дестабілізації). Зважаючи на ліберальний режим руху іноземного капіталу, короткостроковий іноземний капітал в економіці Мексики міг миттєво набути форми відпливу капіталу, що мало б вкрай негативні наслідки для міжнародних резервів країни.

До початку кризи основна частина державного боргу в Мексиці була представлена короткостроковими зобов'язаннями уряду, деномінованими в песо, які мали назву «cetes». Головними кредиторами уряду були нерезиденти, які в умовах стабільного обмінного курсу отримували високу дохідність у доларах США від інвестицій у мексиканські облігації. У грудні 1991 р. нерезиденти володіли 23 % загального обсягу короткострокових державних облігацій (9,1 млрд песо), а в грудні 1993 р. їхня частка збільшилася до 66 % (47,7 млрд песо).

У другій половині 1994 р. на тлі політичних негараздів резерви центрального банку почали зменшуватися, а утримання фіксованого обмінного курсу песо виявилось під загрозою. В таких умовах акцент політики державних запозичень зміщувався на облігації, прив'язані до обмінного курсу дол. США / песо – тесобони. Валютою деномінації тесобонів було песо, проте сума погашення цих облігацій прив'язувалася до обмінного курсу дол. США / песо.

Нові облігації користувалися значним попитом у іноземних інвесторів, оскільки «захищали» їх від можливої девальвації песо. За кілька місяців тесобони майже повністю замінили неіндексовані облігації «cetes» у структурі внутрішньоборгових зобов'язань мексиканського уряду. Станом на початок листопада 1994 р. на частку тесобонів припадало 70 % вкладень нерезидентів у державні облігації Мексики, сума яких сягнула 25 млрд дол. США.

На початковому етапі нова політика державних запозичень видавалася доволі успішною. Незважаючи на певні проблеми на валютному ринку, попит на тесобони був стабільно високим, а номінальна дохідність за державними позиками знижувалася. Процентні ставки індексованих облігацій були на 6–8 в. п. нижчими за ставки неіндексованих облігацій.

У грудні 1994 р. після втрати 6 млрд дол. міжнародних резервів уряд Мексики змушений був відмовитися від підтримання стабільного обмінного курсу. Новий курсовий режим було оголошено 20 грудня 1994 р. і за тиждень песо втратив 40 % вартості дол. США. В умовах триваючої девальвації песо іноземні інвестори переглянули власні

оцінки ризиків кредитування мексиканського уряду і почали виводити капітали з ринку внутрішньоборгових зобов'язань. Упродовж 20–27 грудня міжнародні резерви скоротилися на 4,5 млрд дол., а на аукціоні з розміщення державних облігацій, який проводився 27 грудня, було розміщено лише 28 млн дол. державних зобов'язань порівняно з 416 млн дол., залученими 20 грудня.

В умовах різкого скорочення попиту на державні облігації і суттєвого зростання вартості погашення державного боргу в національній валюті уряд Мексики на початку 1995 р. мав зобов'язання погашення тесобонів на загальну суму 29 млрд дол. США впродовж року. Для уникнення дефолту мексиканський уряд проводив переговори з Адміністрацією США, МВФ і кількома міжнародними банками щодо отримання пакета міжнародної допомоги. Незважаючи на прогрес, досягнутий у ході переговорів, попит інвесторів на державні облігації Мексики залишався низьким, а вартість залучення нових позик продовжувала зростати. На аукціоні 10 січня 1995 р. дохідність тесобонів сягнула 19,6 %, що більше ніж удвічі перевищувало рівень на початку грудня.

Врешті-решт уряду Мексики вдалося запозичити 12,5 млрд дол. у адміністрації США і 10 млрд дол. у МВФ, надходження від яких майже повністю використовувалось на погашення тесобонів, а платники податків упродовж десятиріччя змушені були розраховуватися за недалекоглядну політику мексиканського уряду.

Досвід Мексики у 1993–1995 рр., як і досвід України у 1997–1998 рр., продемонстрував небезпеку покладання на короткостроковий іноземний капітал як джерело фінансування бюджетного дефіциту, а також ризики проведення м'якої бюджетної політики в умовах фіксованого обмінного курсу та значного дефіциту поточного рахунку платіжного балансу.

Однією з найбільш масштабних і руйнівних фінансових криз початку XXI ст. вважається криза в **Аргентині** в 2001–2002 рр., у ході якої боргова, валютна і банківська криза перетікали одна в одну і посилювали взаємний негативний вплив.

Головною причиною аргентинської кризи більшість експертів вважають монетаристські реформи Домінго Кавалло, в ході яких була введена система «валютного правління», проведена лібералізація економіки і приватизована державна власність. У країні суттєво послабилося державне регулювання економічної діяльності, полегшився доступ до внутрішнього ринку транснаціональним компаніям, суттєво знизилась імпортні тарифи. Крім того, для іноземних інвесторів в Аргентині було

створено особливі умови оподаткування: вони повністю звільнялися від податків на 5–25 років, внаслідок чого, за деякими оцінками, впродовж 10 років уряд втратив 280 млрд дол. доходів бюджету.

У рамках грошово-кредитної системи суть аргентинських перетворень полягала в доларизації національної фінансової системи на основі принципів «currency board» («валютного правління»). Головними рисами цієї системи стали прирівнювання песо до долара і пряма прив'язка емісії грошей до поповнення валютних резервів центрального банку. Така технологія грошово-кредитної політики досить швидко дала змогу стабілізувати фінансову ситуацію у країні, але обмежила можливості для економічного маневру. Так, лише за кілька місяців функціонування системи «валютного правління» уряду і центральному банку вдалося досягти стабільності національної грошової одиниці та приборкати гіперінфляцію: у 1992 р. темпи зростання цін знизилися з більш ніж 5000 % річних до рівня нижче 10 %. Тобто прив'язка песо до долара США стабілізувала грошовий обіг, що у короткостроковому періоді позитивно вплинуло на темпи зростання національної економіки і забезпечило приплив в країну іноземних інвестицій.

Проте платою за фінансову стабілізацію стали висока залежність аргентинської економіки від впливу зовнішніх факторів, зовнішньоторговельний дисбаланс і високий рівень безробіття (до 18 %). Реформа фінансової системи відкрила доступ приватного сектору економіки до кредитів як в національній валюті, так і в доларах США (за різними оцінками від 70 до 80 % приватних запозичень в Аргентині припадало на доларові інструменти). З одного боку, створення сприятливих умов для зовнішніх запозичень стало чинником підвищення рівня споживання і стимулювало внутрішній попит. Переоцінка національної валюти створювала ілюзію швидкого зростання багатства і розширення середнього класу. З другого боку, в разі девальвації песо доларова заборгованість могла підвести до межі банкрутства багато домогосподарств і підприємств Аргентини.

Функціонування системи «валютного правління» з часом призвело до завищення курсу національної валюти. Приблизно з середини 1990-х років мало місце зростання курсу долара США до основних світових валют. З цієї причини аргентинська економіка неухильно втрачала конкурентоспроможність. Жорстка прив'язка до дорогої валюти зробила аргентинські товари неконкурентоспроможними, що негативно позначилося на розвитку промисловості. Більше того, Аргентина опинилася в

невигідному становищі порівняно з Бразилією, де курс реала був фіксованим, але Бразилія не мала системи «валютного правління». На початку 1999 р. Бразилія допустила девальвацію реала, що дало позитивний ефект для бразильської економіки, але негативно позначилося на аргентинській (внаслідок наростання цінових диспаритетів між торговельними партнерами).

В умовах доволі високого ступеня інтегрованості до світової економіки Аргентина зазнала відчутного удару внаслідок світової рецесії, що розпочалася в 2001 р. Негативні тенденції в економіці посилювалися рестриктивними заходами в грошово-кредитній і фіскальній сферах, які впроваджувалися на основі рекомендацій МВФ. У результаті – темп спаду ВВП в 2001 р. досяг 6 %, а безробіття наблизилося до рівня 20 %.

Непроста ситуація в Аргентині ще більше ускладнилася внаслідок непослідовної позиції МВФ. Аргентинська економіка потребувала постійного залучення зовнішніх ресурсів, однак 6 грудня 2001 р. МВФ відмовився надати Аргентині черговий транш резервного кредиту розміром 1,3 млрд дол. Тобто МВФ тривалий час наполягав на проведенні ліберальних реформ і збереженні системи «валютного правління», які закономірно підводили країну до значного дефіциту платіжного балансу. Однак після рішення МВФ наприкінці 2001 р. Аргентина втратила основне джерело фінансування такого дефіциту.

У каскаді економічних причин аргентинської кризи часто відзначають і недосконалість податкової системи, яка уможливлювала ухиляння від сплати податків; масштабну корупцію; високе боргове навантаження і значний тягар виплат на обслуговування державного боргу (близько 5 млрд дол. на рік); непередбачуване збільшення поточних соціальних виплат напередодні кризи. Аргентинська економіка багато років потерпала від хронічної незбалансованості бюджету. Податкова система, з одного боку, відрізнялася своєю складністю, а з другого – допускала безліч податкових звільнень, мала чисельні «лазівки» і дозволяла окремим секторам економіки нагромаджувати значну податкову заборгованість. Такі деформації породжували нерівномірне податкове навантаження на бізнес. У результаті – ступінь ухиляння від сплати податків був дуже високим, а передбачені законом санкції – формальними і не справляли належного впливу на поведінку економічних агентів.

Оскільки в умовах «валютного правління» центральна влада повністю була позбавлена інфляційних джерел фінансування дефіциту бюджету, а система державних фінансів залишалася слабкою (попри спроби її

оздоровлення), нарощування державного боргу стало неминучим і набуло некерованого характеру. У 2001 р. співвідношення зовнішнього державного боргу і ВВП становило 56,9 %. З урахуванням того, що в Аргентині проживало 36 млн осіб, боргове навантаження в розрахунку на одну особу було вкрай високим – 4 тис. дол. Високими були також поточні боргові платежі уряду Аргентини, які з кінця 1990-х років становили приблизно 5 млрд дол. на рік.

У 1990-х роках уряд Аргентини почав погашати минулі борги за рахунок рефінансування боргу – розміщення державних позик за вищими процентними ставками. Одночасно залучалися кредити для покриття бюджетного дефіциту. За роки президентства Карлоса Менема і Фернандо де ла Руа зовнішній державний борг збільшився до 132 млрд дол. США.

Відстежуючи хронологію кризових подій, виокремимо такі:

- 12 липня 2001 р. міжнародні рейтингові агенції знизили кредитний рейтинг Аргентини, що ускладнило ситуацію на фінансових ринках і унеможливило залучення нових позик за прийнятними ставками;
- 3 листопада 2001 р. президент Аргентини Фернандо де ла Руа оголосив про плани реструктуризації 95 млрд дол. державного боргу;
- 2 грудня 2001 р. уряд оголосив про обмін державних облігацій на нові з нижчими відсотковими зобов'язаннями і тривалішими термінами погашення;
- після введення жорстких обмежень на зняття готівки з банківських рахунків – 250 дол. на тиждень, рейтингове агентство «Fitch» надало Аргентині найнижчий кредитний рейтинг – DDD.

23–24 грудня 2001 р. в. о. президента країни Адольфо Родрігес Саа оголосив про найбільший в історії дефолт за борговими зобов'язаннями держави на суму 132 млрд дол. На кінець 2001 р. співвідношення зовнішнього державного боргу Аргентини до ВВП становило 56,9 %, але внаслідок девальвації, спаду ВВП і реструктуризації боргу таке співвідношення підвищилося до 153,2 % в 2002 р.

Кульмінацією аргентинської кризи стали масові заворушення на вулицях Буенос-Айреса в грудні 2001 р., у ході яких країну захлеснула хвиля мародерств. Безпосередній поштовх до масових безчинств дали:

- вилучення коштів приватних пенсійних фондів урядом, які вкладники фондів розцінили як конфіскацію;
- невиплата 1,4 млн пенсій аргентинським пенсіонерам на початку грудня при продовженні виконання урядом боргових зобов'язань перед зовнішніми кредиторами;

– оголошення урядом початку проведення дев'ятої за рахунком комплексної програми економії бюджетних коштів.

Унаслідок соціального вибуху і нездатності нормалізувати ситуацію в країні 21 грудня 2001 р. президент Аргентини Ф. де ла Руа пішов у відставку. Нове керівництво Аргентини, оголосивши про тимчасове припинення обслуговування державного боргу, спочатку заявляло, що не має наміру девальвувати національну валюту і скасовувати її прив'язку до долара. Замість цього в країні планувалося ввести в обіг третю паралельну валюту – «архентіно» (у вигляді державних облігацій), яка б мала плаваючий курс до долара США і поступово витісняла з обігу песо, курс якого був фіксованим.

Проте в умовах політичного та економічного хаосу, який тривав у країні, зростання цін і знецінення національної грошової одиниці, що відбулося де-факто, новий президент Аргентини Е. Дуальде не лише підтвердив факт дефолту, але й оголосив про девальвацію песо. З 7 січня в країні було введено два валютні курси: «офіційний» – 1,4 песо за 1 долар США, який діяв переважно у сфері зовнішньої торгівлі, і «неофіційний», що визначався ринковим попитом і пропозицією та застосовувався для комерційних операцій усередині країни.

Таким чином, волюнтаристське застосування ліберальних і монетаристських методів управління економікою негативно вплинуло на розвиток внутрішнього виробництва і зробило економіку Аргентини надміру залежною від зовнішніх чинників. Стабілізація фінансової сфери виявилася неможливою без оздоровлення економічного базису, що закономірно підвело економіку Аргентини до кризового стану. Найвагомими причинами боргової і валютної кризи стали розбалансування державного бюджету, надмірні сподівання уряду на зовнішні джерела фінансування дефіциту та жорстка прив'язка курсу песо до долара США.

Отже, боргові кризи стають причиною суттєвого погіршення більшості макроекономічних і фінансових показників розвитку держави. При цьому характер і динаміка змін показників відрізняються залежно від глибини і чинників боргової кризи, однак спільною рисою всіх криз є скорочення обсягів виробництва та зниження рівня споживання, пригнічення інвестиційної діяльності, гальмування активності на внутрішньому фінансовому ринку, низхідний тренд у обсягах кредитування і рівні цін на внутрішні активи, а також звуження чи повне закриття доступу до ресурсів міжнародного ринку капіталів.



### 5.3. СВІТОВА ПРАКТИКА РЕГУЛЮВАННЯ БОРГОВИХ КРИЗ ТА КОРИГУВАННЯ РИЗИКІВ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ

Розвиток фінансових ринків пов'язаний з періодичним оновленням форм і засобів досягнення поставлених цілей, які в комплексі характеризуються як фінансові інновації. Об'єктивно перелік цих нововведень доволі значний і напевно чи може бути вичерпним – він постійно доповнюється відповідно до практичних потреб. Існує думка, що фінансові нововведення в управлінні боргами почали застосовуватися приблизно з 1970 р.<sup>236</sup>

Фінансові інновації виникають не самі по собі, а зумовлюються як глибинними, так і ситуативними причинами. Важливим чинником, що прискорює виникнення фінансових інновацій, є зміни регулятивного характеру в економічному середовищі. Фінансові інновації реагують на стадії економічного циклу: в період зростання з'являється більше підстав пропонувати нові фінансові продукти та послуги, але і в період спаду, коли вимоги ліквідності потребують безумовної платоспроможності і нейтралізація загрози краху стає першорядним завданням, інновації дають змогу розширити поле маневрування і варіанти виходу з кризи.

У цьому сенсі аналіз практики застосування фінансових інновацій на боргових ринках допомагає зосереджувати увагу на тих прийомах, які при зіставленні з міжнародним досвідом можуть бути використані і в Україні.

Економічна динаміка міжнародних фінансових ринків в останні три десятиріччя супроводжувалася періодичними кризами управління заборгованістю у країнах, що розвиваються. Після серпня 1982 р., коли Мексика тимчасово призупинила процентні платежі за власними зобов'язаннями, хвильові переддефолтні і дефолтні ситуації в різних країнах почали проявлятися часто. Внаслідок постійної загрози неповернення позичкових коштів різні фінансові інститути опинилися в ситуації, що важко піддавалася прогнозуванню руху грошових потоків. Пошук нестандартних підходів до управління позиціями боржників став затребуваним і необхідним.

Першими кроками в цьому напрямі стали варіанти перегляду умов погашення боргу, які поступово у 1980-ті – на початку 1990-х років запропонували экс-міністри фінансів США Дж. Бейкер і Н. Брейді. План

<sup>236</sup> Мишкин Ф. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков / Ф. Мишкин. – М. : Аспект Пресс, 1999. – С. 23.

Дж. Бейкера був вперше оприлюднений у 1985 р. на щорічних зборах Світового банку і МВФ. Його суть полягала в стимулюванні країн-боржників до виконання своїх поточних облігаційних зобов'язань шляхом надання нових кредитів на додаток до тих, які були необхідні для погашення наявних боргів. Умови платежів у межах основної суми боргу за взаємною згодою кредитора і дебітора переглядалися в ліберальному режимі і дисконтувалися на більш віддалену перспективу. Необхідні нові кредитні кошти надавалися приватними комерційними банками – таким чином забезпечувався додатковий чистий приплив ресурсів. При цьому стрімко посилювалася роль Світового банку як провідника-адаптера в новому економічному середовищі.

Характерними рисами впровадження стратегії Дж. Бейкера були експерименти із застосуванням індивідуальних засобів амортизації боргового тягара, які на професійному сленгу дістали назву «меню варіантів». Боржники і кредитори згідно з «меню» могли суттєво варіювати фінансову поведінку. Але так чи інакше борги продовжували фінансуватися в необхідних обсягах і відповідно поновлюватися.

Згодом нагромадження резервів комерційних банків дали можливість розглядати прострочені борги практично як безнадійні, ймовірність повернення яких незначна. За період 1985–1988 рр. борг країн, що розвиваються, збільшився на 22,5 % – з 1046 до 1282 млрд дол. США<sup>237</sup>. Особливо непривабливою була ситуація в окремих країнах Латинської Америки і Карибського басейну – борги мали складну структуру, різну валютну номінацію, різні терміни погашення і рівень забезпечення.

Унаслідок цього ставлення кредиторів до пропозицій Дж. Бейкера щодо врегулювання боргу поступово змінювалося і зацікавленість у пошуку нової боргової стратегії стала очевидною.

Обмеженість плану Дж. Бейкера зумовлювалася тим, що не було передбачено дієвих важелів впливу на комерційні банки, що спонукало б до надання кредитів боржникам. Разом з тим план Дж. Бейкера посилив позиційне розшарування в банківському середовищі: окремі банки під час перегляду умов погашення боргу переслідували тільки власні цілі на шкоду колективній позиції кредиторів.

Прийнятнішим варіантом врегулювання суверенних боргових проблем став, і до цього часу визнається світовою спільнотою, план реструктуризації боргів країн-позичальниць, який запропонував у 1989 р.

<sup>237</sup> Саркісянц А. Г. Система международных долгов / А. Г. Саркісянц. – М. : ДеКА, 1999. – С. 97.

міністр фінансів США Н. Брейді (в адміністраціях Р. Рейгана і Дж. Буша). Його іменем були названі сформовані реструктуризовані облігації – «брейді-бонди», а сукупність заходів з їх розміщення, обігу і погашення – планом Брейді. Зазначені облігації емітуються державою в обмін на амортизований борг перед комерційними банками.

Суть плану Брейді полягала в скороченні обсягів заборгованості таким чином, що умови зобов'язань боржників стандартизувалися до єдиної бази з відносно невеликим номіналом облігації і припустимим рівнем збитків, які виникли у кредиторів внаслідок списання боргів і високої їх початкової дохідності. Для кожної країни-боржника був сформований пакет довгострокових облігацій (від 15 до 30 років), як правило, з менш жорстким режимом купонних виплат. Індивідуальний підхід до розв'язання проблем боржників по праву вважається ключовим компонентом плану Брейді. Одночасно з емісією брейді-бондів і списанням частини боргу країни-боржники брали на себе зобов'язання щодо реформування економіки і усунення перепон для руху іноземного капіталу.

Забезпечення (гарантії) за брейді-бондами відрізняються від аналогічних за кредитами: погашення частини з них гарантується безпосередньо країнами-позичальницями, інша частина забезпечується високоліквідними активами класу не нижче АА (наприклад, казначейськими білетами США) чи стратегічними товарними групами (нафта, дорогоцінні метали). В останньому випадку мають місце додаткові вбудовані гарантії. В ситуації оголошення дефолту за забезпеченням брейді-бондами кредитори можуть отримати основний борг тільки після закінчення терміну його погашення.

Хоча брейді-бонди та єврооблігації мали однаковий юридичний статус, який визначає їх як сек'юритизовані інструменти позики, слід відзначити позиційну відмінність емітентів у тому чи іншому випадку. Єврооблігації, як правило, формують первинний оригінальний борг – історія будь-якого виду єврооблігацій починається з моменту їх емісії. Натомість облігації Брейді з'являються для рефінансування запозичень минулих років і є реструктурованим боргом непогашених кредитів. Такого роду інновації в західній практиці мають назву «облігації, що прив'язані до кредитів» (*credit-linked bonds*).

Стратегія реалізації плану Брейді насамперед стосувалася тих країн, які проводять політику економічної стабілізації, погоджену з міжнародними фінансовими організаціями. Концептуально план передбачає пом'якшення умов перегляду обсягів заборгованості для того, щоб кредитори

і боржники мали більше альтернатив для вибору спільної переговорної позиції і прийняття гармонійного рішення. Фактично пропозиції Брейді з самого початку означали з боку США визнання того, що суверенні за-позичення країн-боржників стали некерованими, борги в повному обсязі не можуть бути погашені і банки зазнають збитків. Точніше, банки недоотримують спекулятивні прибутки. Але за умов циклічних економічних коливань завищені спекулятивні очікування у перспективі не справджуються. На початок 1989 р. ціна зовнішнього боргу країн, які готувалися використати план Брейді, становила 40 центів за дол. США.

Зауважимо, що план Брейді відрізнявся від ініціативи Дж. Бейкера за деякими аспектами. План Брейді, по-перше: передбачає заохочення добровільних угод зі скорочення обсягів основного боргу разом з вартістю його обслуговування; по-друге, містить пропозиції щодо використання державних гарантій і ресурсів разом з авторитетом міжнародних фінансових організацій для рефінансування боргових зобов'язань країн, що розвиваються.

Вважається, що дотепер різні модифіковані фінансові інновації в управлінні боргами ґрунтуються на ініціативах Дж. Бейкера і Н. Брейді або окремо на будь-якій з них чи в поєднаному варіанті обох підходів.

З огляду на більшу перспективність плану Брейді доцільно проаналізувати історичні аспекти і особливості його застосування в низці країн.

Мексика після заяви про неспроможність виплати боргів у 1990 р. в обсязі 95,6 млрд дол. США стала першою країною, яка випустила брейді-бонди на суму 48,1 млрд дол. США (приблизно половина загальної вартості заборгованості). Сума конвертованого облігаційного боргу забезпечувалася безвідсотковими казначейськими облігаціями США з відповідним терміном обігу, а відсоткові виплати протягом перших 18 місяців обігу – іншими ліквідними активами. Міжнародний валютний фонд асигнував кошти на скорочення боргу (в розмірі 25 % вимог кредиторів) і кошти на виплату процентів (обсягом до 40 % квоти країни-боржника). Додатково було зумовлено прив'язку схеми обслуговування боргу до динаміки цін на нафту, оскільки економіка Мексики залежна від цінової кон'юнктури в паливному секторі.

Пізніше боргові зобов'язання нового типу емітували й інші країни, серед сукупності яких домінують латиноамериканські з відносною часткою понад 80 % ринку брейді-бондів.

Спектр конвертацій неповернених комерційних позик у брейді-бонди є доволі широким. Існують такі види брейді-облігацій, якими оперу-

ють емітенти і торговці на первинних і вторинних міжнародних фінансових ринках:

1. Облігації зі зменшеними процентами, або номінальні паритетні облігації (Par Bonds, PB). Обмінюються на наявні борги за номіналом і передбачають зменшення платежів з обслуговування боргу за рахунок зниження ставки нарахування відсотків. Основна сума боргу повертається через 30 років, ануїтетні проценти нараховуються і сплачуються з шестимісячним інтервалом за ставкою нижчою, ніж ринкова.
2. Дисконтні облігації відносно суми основного боргу (Discount Bonds, DB). Реалізуються завдяки анулюванню частини основної заборгованості, тобто обмінюються на борги з дисконтом від їхньої початкової вартості. Номінал новоутвореної брейді-облігації визначається як різниця між «старим» боргом і сумою, що анулюється. Переоформлений фінансовий інструмент погашається через 30 років з одночасним нарахуванням піврічної плаваючої процентної ставки на рівні LIBOR+13/16.

Застосовуються дисконтні знижки в інтервалі 35–45 %. Існує практика пільгових виплат за зобов'язаннями після п'яти років обігу цих брейді-бондів з початку емісії. В таких випадках вартість обслуговування облігацій орієнтується на ціни паливних ресурсів чи на інші індекси.

3. Ступеневі облігації з нижчими купонними виплатами на початковому етапі обігу (Front Loaded Interest Reduction Bonds, FLIRB). Вони також обмінюються на борги за номіналом і становлять інтерес як засіб скорочення платежів з обслуговування боргу шляхом визначення стартових низьких ставок відсоткових нарахувань. Строк обігу сягає 20 років з піврічними виплатами. Поступово процентні ставки підвищуються, поки не зрівняються з ринковими (орієнтовно на шостому році обігу). Може бути визначений спеціальний термін (grace period) з початку обігу, після якого борг може погашатися достроково.
4. Боргові конверсійні облігації (Debt Conversion Bonds, DCB). Являють собою заборгованість, що не підлягає зменшенню будь-яким шляхом, натомість може конвертуватися (переоформлятися) в акції корпоративних емітентів країни-боржника. Номінал цього виду облігацій збігається з номіналом початкових зобов'язань. Виплати здійснюються (до моменту переоформлення – оскільки дивідендні

нарахування за акціями є правом, а не обов'язком емітента) з шестимісячними періодами фіксованими частками протягом 15–20 років з відсотками за основним боргом зі ставкою дохідності, близькою до LIBOR+7/8.

5. Нові боргові облигації (New Money Bonds, NMB). Випускаються на кошти, надані кредиторами по DCB. Можуть переоформлятися в конверсійні боргові цінні папери. Термін обігу – до 20 років зі ставкою дохідності, більшою, ніж LIBOR.

Умови випуску DCB і NMB ідентичні. Взаємозв'язок цих інструментів пояснюється тим, що випуск DCB передбачає наступну емісію NMB в обсягах встановлених відсотків від номіналу боргу. Для облигацій типу DCB/NMB теж можливий пільговий період в 7–10 років з орієнтацією на достроковий викуп облигацій.

6. Процентні облигації (Past Due Interest, Interest Arreas Capitalisation, Interest Due and Unpaid Bonds, PDI-IAC-IDUB). Випускаються на вимогу кредитора про відшкодування прострочених виплат нагромадженого відсоткового доходу на фактичний обсяг заборгованості. Дають змогу скоротити борг за відсотковими виплатами шляхом надання індикативної знижки. Розміри купонів встановлюються на рівні плаваючої ринкової чи фіксованої ставки (остання, як правило, нижча за ринкову). Термін обігу цих облигацій – 10–20 років залежно від терміну погашення відсоткових зобов'язань.

7. Капіталізовані облигації (Capitalization Bonds, C-Bonds). Дають можливість перенести боргові платежі на майбутнє за рахунок надання пільгового періоду (до 10 років) погашення капіталізованих сум. Допустимий термін обігу – 20 років з максимальним відсотком – 8% щорічних, які теж сплачуються після закінчення пільгового терміну рівними частинами разом з основною сумою боргу з шестимісячною періодичністю.

Відповідно до названих видів брейді-облигацій програми (схеми) конверсії надмірної заборгованості позичальників у запропоновані нові фінансові інструменти можуть бути реалізовані в таких варіантах:

- а) традиційний варіант, згідно з яким загальний обсяг боргу не скорочується, а продовжується період погашення з наданням можливості фінансового «маневру» позичальникам;
- б) непропорційний обмін основної величини боргу на облигації, що мають надійне високоліквідне забезпечення і задовольняють, відповідно, тільки частину претензій;

- в) скорочення платежів з обслуговування боргу шляхом зменшення процентних ставок як плати за користування капіталом, які можуть бути процентними чи плаваючими і теж гарантуються додатковим забезпеченням;
- г) безпосередній викуп боргу позичальниками у кредитора зі значною знижкою (дисконтом); кредитори погоджуються на такий варіант в розрахунку отримати згодом і непогашену частину боргу.

Найнадійнішими вважаються схеми конверсії боргу з використанням паритетних і дисконтних облігацій (PB і DB), що забезпечуються заставою. Ці два інструменти переважають на ринку брейді-бондів. Емісія нових боргових облігацій (NMB) досить обмежена і використовується, коли боржник дезавує обслуговування боргу з об'єктивних причин. Інші види брейді-облігацій використовуються залежно від ситуативних обставин.

Оцінка вартості брейді-бондів являє собою теперішню вартість потоку перспективних платежів. Передбачається окрема оцінка застави основної суми облігації, застави відсотків і державної частки. При цьому виокремлюються прирости сум, що сплачуватимуться для того, щоб проаналізувати і передбачити можливі ризики.

Андерайтерські послуги з розміщення брейді-бондів надавали переважно інвестиційні банки, а на вторинному ринку серед операторів відзначалося широке коло інших фінансових установ.

У табл. 5.10 наводяться зведені характеристики брейді-облігацій.

Як бачимо з таблиці, ринок брейді-облігацій є довгостроковим. Найпопулярніші PB і DB мають тридцятирічний термін обігу, інші облігації мають порівняно менший, але теж тривалий строк погашення. За деякими даними, половина емітованих брейді-бондів мають строк погашення понад 20 років, а 72 % – понад 10 років.

Переважна валюта номінації брейді-бондів – долар США, хоча є випуски і в євровалютах (німецькі марки, французькі франки, британські фунти тощо). Для торгівлі цими облігаціями укладаються угоди після попереднього обговорення і наступного підтвердження серйозності намірів. Повним лотом вважається номінальна сума брейді-бондів у 2 млн дол. США, розрахунки проводяться з використанням режиму T+3 в системі Euroclear і Cedel, що підвищує ступінь ліквідності облігацій. Нижній рівень котирування підтримується наявним забезпеченням, але рівень цін дещо нижчий порівняно з аналогічними за термінами обігу єврооблігаціями.

Таблиця 5.10

## Зведені характеристики брейді-облігацій

Вид облігацій	Термін обігу облігацій	Процентна (купонна) ставка	Наявність забезпечення	Емітенти (загальний перелік станом на кінець 1998 р.)
PB	30 років	Фіксована, нижче ринкової на момент емісії з подальшим збільшенням	Так	Алжир Аргентина Болгарія Бразилія Венесуела Домініканська Республіка Йорданія Коста-Рика
DB	30 років	Плаваюча ринкова, орієнтована на LIBOR	Так	Марокко Мексика Нігерія Панама Перу Польща
FLIRB	15–20 років з частковою піврічною амортизацією	Спочатку фіксована, нижче ринкової, а потім плаваюча з орієнтацією на LIBOR	Так – для перших шести років обігу	Росія Уругвай Філіппіни Еквадор
DCB	“ ”	“ ”	Ні	
NMB	“ ”	“ ”	Ні	
PDI-IAC-IDUB	10–20 років з частковою піврічною амортизацією	“ ”	Ні	
C-Bonds	20 років з частковою піврічною амортизацією через 10 років після емісії	Фіксована, нижче ринкової в момент емісії, з подальшим збільшенням до 8 % протягом перших 6 років	Ні	

Складено за: BradyNet [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.brady.net](http://www.brady.net); Саркісянц А. Г. Система міжнародних долгов / А. Г. Саркісянц. – М. : ДеКА, 1999.



Сегмент ринку, на якому обертаються пакети брейді-бондів, оцінюється в декілька сотень мільярдів доларів США (на середину 1990-х років – у 190 млрд).

Використовуючи різні схеми реалізації плану Брейді (незабезпечені облігації, прискорені терміни їх погашення), країни-боржники стали обмінювати брейді-бонди на інші єврооблігації чи викуповувати їх безпосередньо. Викуп брейді-бондів дає змогу одержати передусім фінансовий виграш – шляхом продажу застави (казначейських зобов'язань США на вторинному ринку), а також внаслідок погашення фактично примусових боргових інструментів зростає імідж позичальника. Так, Мексика в 1996 р. обміняла власні номінальні паритетні брейді-бонди загальним обсягом в 1,3 млрд дол. США на не забезпечені заставою 30-річні глобальні облігації, отримавши значну фінансову вигоду. Польща є єдиною країною, де завдяки запровадженню брейді-бондів державний кредитний рейтинг має інвестиційний рівень.

Проведення структурних реформ у країнах-позичальницях дає підстави вважати, що брейді-бонди в перспективі будуть викуповуватися чи заміщуватися боргами, резервування яких обходиться дешевше.

Вибір і переваги кредиторів на користь окремих брейді-бондів зумовлені, насамперед, рівнем ризику країни-боржника, наявністю чи відсутністю офіційного кредитного рейтингу, практикою співробітництва позичальників з міжнародними фінансовими організаціями – МВФ та групою Світового банку, з ОПК – агентством із гарантування та страхування інвестицій від некомерційних ризиків. Незаперечною є можливість отримання спекулятивних прибутків на ринках країн, що розвиваються. Існує думка, що стратегія надання позик переважно визначається спочатку політичними міркуваннями, далі економічними і тільки потім – гуманними. Кон'юнктурні міркування різного характеру визначаються курсами світових валют, змінами вартості позичкового капіталу в міжнародних фінансових центрах, цінами на нафту, газ, золото та інші високоліквідні активи. Структура процентних ставок різних видів брейді-облігацій внаслідок зазначених факторів є доволі мобільною, що дає змогу портфельним учасникам ринку диверсифікувати свої вкладення. Дохідність портфеля боргових інструментів варіюється в діапазоні від 3 % (Росія) до 11,25 % річних (Мексика).

При оцінюванні результативності впровадження інновацій реструктуризації суверенних боргів слід зважати на відносно невеликий термін функціонування ринку брейді-облігацій, що не гарантує повною мірою

стабільності його розвитку в перспективі. Дефолт (мораторій) Еквадору восени 1999 р. щодо виплати відсотків за дисконтними брейді-бондами обсягом 44,5 млн дол. США порушує питання про операційну універсальність плану Брейді в конкретних умовах (основний борг Еквадору за брейді-бондами становить 6 млрд дол. США, за іншими зовнішніми боргами – 7 млрд дол. США при власних валютних резервах в 1,3 млрд дол. США). Питання про відмову від сплати відсоткових платежів стало тоді, коли останні сягнули обсягу в 50 % ВВП країни.

Аналіз практики переоформлення брейді-бондів в інші типи єврооблігацій показує, що за період з 1993 по 1998 р. відбулося зниження частки брейді-сектору в структурі міжнародного ринку боргових інструментів з 51,6 до 39,7 %. Але це логічно, оскільки старі борги при позитивній динаміці економічного розвитку не є адитивними, тобто не зростають, не накопичуються. Разом з тим стрімке збільшення частки суверенних облігаційних запозичень у вказаний період з 4,5 до 21,2 % зберігає «парашутну» привабливість схем управління борговими ризиками згідно з пропозиціями Н. Брейді.

Незважаючи на перші негативні сигнальні перестороги, реалізація плану Брейді у вигідних для економіки країн-користувачів рамках допомагає відновити довіру до кредитоспроможності позичальників і втриматися в орбіті міжнародного ринку капіталів. Це як шанс «play off» у фінансових іграх, де виграш асоціюється з неборговими перспективами економічного розвитку.

Резюмуючи, зазначимо, що і план Дж. Бейкера, і план Н. Брейді є фактичним визнанням того, що проблеми боржників пояснюються не тільки тимчасовим уповільненням ліквідності тих чи інших ринків, але й обопільною для сторін кредитної угоди кризою платоспроможності, для переборення якої потрібно значно більше часу і зусиль, ніж попередньо очікується. Як зауважив згодом Дж. Стігліц, якщо позика є поганою, то кредитор винен у цьому так само, як і позичальник<sup>238</sup>. Те саме Дж. Стігліц повторив і через десять років – у 2013 р., аналізуючи сучасні боргові проблеми Аргентини<sup>239</sup>.

<sup>238</sup> Стігліц Дж. Глобалізація та її тягар / Дж. Стігліц. – К. : Академія, 2003. – С. 204.

<sup>239</sup> Дешевые деньги дорого. Почему должник всегда в проигрыше [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://finance.liga.net/economics/2013/9/19/opinion/35581.htm#>.

Поєднання пріоритетів збереження вартості зобов'язань дебіторів і зменшення боргового навантаження у передбачуваному періоді шляхом здійснення амортизованих періодичних платежів з обслуговування боргу трансформувалися у практику організації роботи Лондонського і Паризького клубів кредиторів.

Реструктуризація зовнішньої заборгованості країн, що розвиваються, стала дієвим інструментарієм фінансової політики, пов'язаної з регулюванням змінних потоків руху позикового капіталу. Необхідність урегулювання міжнародних боргових відносин посилюється на тлі структурних економічних перетворень як у країнах-кредиторах, так і у країнах-боржниках. Зазначимо, що реструктуризації підлягає далеко не весь обсяг зовнішніх боргів. Кредитні відносини з міжнародними фінансовими інституціями – Міжнародним валютним фондом, Світовим банком та іншими структурами – мають жорстку фінансову перспективу з чітко фіксованими обсягами і термінами повернення коштів. Ступінь відкритості економіки вважається одним з критеріїв господарської ефективності. Проте міркування національної економічної безпеки потребують нейтралізації негативних наслідків інтеграції до системи світогосподарських зв'язків.

Світовий досвід оперує різними варіантами реструктуризації заборгованості, що утворюється залежно від договірних домовленостей між кредиторами і позичальниками капіталу. Серед них вирізняються: списання боргу, викуп боргу, сек'юритизація боргу (*securities* – цінні папери), різні свопи (*swap* – обмін, угода): борг/борг, борг/акції, борг/ресурси. Розглянемо варіанти реструктуризації детальніше у зазначеній послідовності.

Практика списання боргів застосовується переважно у випадках, коли позичальники мають «критичні» або близькі до них рівні кредитних ризиків. Списання боргу перед кредиторами – членами Лондонського клубу вперше застосовано в 1990 р. щодо Мексики, Коста-Рики та Венесуели. В першій половині 1990-х років мало місце списання від 30 до 50 % комерційних боргів Болгарії, Румунії, Угорщини, Польщі, Єгипту. На початку листопада 2013 р. Мексика вже як кредитор повідомила про наміри списання Кубі 70 % боргу п'ятнадцятирічної давнини обсягом 487 млн дол.

Попри очікуваний при цьому позитивний ефект для державних фінансів дебітора слід мати на увазі, що при списанні боргів країна-борж-

ник ризикує бути відлученою від міжнародного ринку капіталів, і можливість поновлення кредитування залишається незначною.

Можливість викупу боргів безпосередньо позичальником з'являється у випадках, коли останній має достатньо золотовалютних резервів чи позитивне сальдо платіжного балансу зі стійким експортним трендом, а борги торгуються з дисконтом. Дисконтна знижка під час викупу «здесьованих» боргів має спільні риси з тактикою їх часткового списання. Однак викуп як операція реструктуризації обмежується, зважаючи на міркування існування морального ризику, коли найбільший вигравш отримують «безнадійні» боржники (борги котрих продаються з суттєвим дисконтом). Кредитори не погоджуються за таких обставин на пасивну роль відсторонених спостерігачів. Переважно відбувається частковий, а не повний викуп боргу, але тільки якщо при цьому зростає ймовірність наступної сплати залишків боргу. За дозвільної позиції кредиторів дія принципу «зверхності кредиторів» залишається визначальною, а їхні втрати перебиваються поліпшенням перспектив повернення боргу<sup>240</sup>.

Останніми роками дедалі частіше застосовується така форма сек'юритизації боргу, як обмін «старих» боргів на нові облігації різної величини зіставної еквівалентності, котрі спеціально для цієї схеми емітуються позичальником. Фактично ця схема означає фондове фінансування у формі облігаційних кредитів, які можна вільно продавати на вторинному ринку (на противагу традиційним, здебільшого знерухомленим позикам, що зберігаються кредиторами до настання терміну погашення). Сек'юритизація реалізується також на погодженій добровільній основі, коли реструктуризовані зобов'язання взаємно визнаються пріоритетними відносно колишніх. У такому разі можливий дисконт за новими зобов'язаннями повинен бути меншим, ніж до проведення реструктуризації, інакше рівень ліквідності боргів залишиться незмінним.

Також досить часто застосовується, але вже більше з ініціативи кредиторів, обмін (своп) боргу на акції корпоративного сектору чи інші ліквідні активи, в тому числі на природні копалини. Прибічники такої форми реструктуризації стверджують, що крім зниження боргу цей шлях дає змогу залучити необхідні ресурси в реальний сектор економіки. На практиці все не так просто, і нерезидентська присутність в акціонерно-

<sup>240</sup> Башинська О. Формування та обслуговування державного зовнішнього боргу / О. Башинська // Фінанси України. – 2000. – № 12. – С. 75–76.

му капіталі може мати суттєві негативні наслідки. Наприклад, польські банки на 70 %, а угорські – на 80 % належать іноземцям, що обмежує самостійність національної фінансової політики у банківській сфері. Орієнтація на продаж контрольних пакетів акцій стратегічним інвесторам, як правило, іноземним, у процесі грошової приватизації теж має неоднозначну перспективу. На співучасть у капіталі конкурентоспроможних підприємств і галузей претендують російський, американський, європейський та ізраїльський бізнес. Але вже стає однозначно зрозумілим, що розв'язання боргових проблем потребує активізації застосування корпоративних інструментів, і це об'єктивно, оскільки фінансові ринки в динаміці взаємодоповнюються як кредитною, так й інвестиційною складовою.

Апріорі одного найбільш «зручного» способу реструктуризації заборгованості не існує. Необхідність урахування національних умов при виборі конкретних варіантів є визначальною. Але свої і сек'юритизація є прийнятнішими при укладанні справді партнерських угод, ніж списання боргу.

Слід зауважити, що питання реструктуризації боргів з нееквівалентними позиціями багатих країн-кредиторів і залежних країн-позичальниць залишаються нерозв'язаними повністю і дотепер.

Дж. Стігліц наголосив, що дешеві гроші коштують дорого, апелюючи до прикладу сучасних боргових проблем Аргентини, коли апеляційний суд США у 2013 р. підтримав вимоги всіх кредиторів щодо забезпечення рівних умов-претензій на погашення суверенного боргу (принцип *pari-passu*) за відмови від очікуваних Аргентиною варіацій реструктуризації боргу<sup>241</sup>.

Реструктуризація зовнішньої заборгованості провадиться в рамках Лондонського чи Паризького клубів кредиторів, які є не офіційними міжнародними організаціями, а, швидше, неформальними утвореннями без чітко визначеного юридичного статусу. В Лондонському клубі реструктуризуються борги перед комерційними фінансовими установами, а в Паризькому – перед іноземними державами-кредиторами.

Ретроспективний екскурс дає змогу проаналізувати основні віхи започаткування і розгортання діяльності обох клубів, зіставити методи і результати їхньої роботи.

<sup>241</sup> Дешевые деньги дорого. Почему должник всегда в проигрыше [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://finance.liga.net/economics/2013/9/19/opinion/35581.htm#>.

Коли наприкінці 1960-х років Філіппіни не змогли обслуговувати значну частину власних приватних боргів, уперше постало питання про взаємовідносини суверенних держав з банками-кредиторами. Досягнуті згодом у 1970 р. домовленості вважаються основою для проведення переговорів з іншими боржниками в рамках Лондонського клубу кредиторів. Перше засідання клубу відбулося у 1976 р. і було пов'язано з урегулюванням боргових проблем Заїру. Але практично регулятивні важелі Лондонського клубу активно були задіяні на початку 1980-х років. Підписання меморандуму про реструктуризацію боргів Мексики після кризи 1982 р. спонукало інші країни звернутися до клубу з пропозицією (проханням) перегляду строків погашення боргів. У наступні 1983–1984 рр. було підписано 47 пролонгованих угод на суму 130 млрд дол. США. Банки збільшили кількість відкритих кредитних ліній на користь ринків, що розвиваються. Після 1985 р., згідно з відомим планом Дж. Бейкера з урегулювання боргу країн з середнім рівнем доходу, стали застосовувати спеціальні програми фінансового вирівнювання країн-боржників. Координація розвитку ринку суверенних боргів здійснювалася за безпосередньої участі МВФ та Світового банку.

Реструктуризація комерційного боргу передбачає проведення кількох послідовних процедур. Спочатку боржник оголошує мораторій на обслуговування боргу і документально повідомляє про це клуб (подає інформаційний меморандум). Фактично реструктуризація починається з указаної у меморандумі дати, на яку посилається боржник за відмови сплачувати рентні суми. Як правило, ця дата збігається з терміном чергової проплати відсотків чи основної суми боргу. Для врегулювання проблеми кредитори у відповідь створюють спеціальний дорадчий орган – Банківський консультативний комітет (БКК) – кількісним складом до 15 осіб. Головою комітету обирається представник банку з потенційно найбільшими ризиками серед членів кредитного синдикату. БКК формується з урахуванням представництва основних банків-кредиторів, регіонального принципу їх підбору та з огляду на рівень партнерського розуміння скрутності ситуації. Так, переважно територіально європейська комерційна заборгованість Росії та України зумовили вибір і відповідних «прихильних» банків – членів БКК. Партнерами Росії у 1998–1999 рр. були: Deutsche Bank, Commerzbank, Drezdner Bank, BNP, BNL, Bank of Tokyo-Mitsubishi, Credit Lyonnais, Bank Austria; а лід-менеджером України в 2000 р. став ING Baring разом із синдикованою групою Commerzbank, C.S.F.B., Salomon S.B. International. БКК веде пе-

реговори з боржником від імені всіх кредиторів. Це є вельми непростим завданням, оскільки навіть країни з відносно невеликим боргом мають до 100 банків-контракторів. Вірогідно, що число фізичних осіб-кредиторів варіюється в доволі значних межах.

Консультації представників країни-боржника з членами БКК здебільшого мають конструктивний характер, оскільки банки розуміють, що провал програми реструктуризації призведе до непоправних фінансових втрат. Переговорна поведінка дебіторів значною мірою залежить від чіткості розуміння шляхів досягнення бажаних результатів реструктуризації, а також від можливостей ситуативного маневрування. Вибудовуються схеми довгострокового рефінансування боргових виплат, знижується величина гарантійних внесків, комісійних винагород та інших накладних витрат. У підготовці остаточного рішення опосередковано беруть участь фінансові консультанти та аудитори наднаціональних інституцій – МВФ, групи Світового банку, Організації економічного співробітництва та розвитку. Після погодження умов реструктуризації боргу – визначення валюти розрахунків, процентної політики, напрямів використання кредитів і процедури контролю – сторони підписують угоду про більш віддалені дебіторські зобов'язання погашення заборгованості. Реструктуризовані борги можуть мати різну валютну номінацію, варіативні строки погашення і вартісну оцінку, регулюватися змінними порівняно з початковими юридичними нормами. Подальший консультативний супровід сприймається належним чином і є превентивною формою фінансового моніторингу розвитку подій.

Протягом 1990-х років близько 30 країн реструктуризували свої комерційні борги на загальну суму 250 млрд дол. США. За винятком варіанта списання, який застосовується тільки один раз, усі інші форми реструктуризації можуть застосовуватись необмежено.

Паризький клуб структурно являє собою об'єднання представників найбільших держав-кредиторів під головуванням одного з керівників казначейства чи іншого фінансового відомства Франції. Нараховується до 20 держав – членів клубу і переважна частина з них – країни ОЕСР. Для учасників не передбачено фіксованого членства, і клуб функціонує не як постійно діючий орган, а як ситуативний форум для розв'язання конкретних боргових проблем окремих держав-дебіторів. Кожне засідання клубу присвячується тільки одному боржнику. Міждержавний рівень спілкування сторін на засіданнях Паризького клубу зумовлює застосування механізму реалізації індивідуальних суверен-

них інтересів і є більш політизованим порівняно із засіданнями Лондонського клубу.

Перші офіційні переговори з кредиторами Паризького клубу в 1956 р. провів уряд Аргентини на предмет досягнення консенсусу в питаннях перегляду графіка платежів за гарантованими кредитами. Наприкінці 90-х років близько 100 країн погодили програми реструктуризації своїх боргів на суму більш як 350 млрд дол. США.

Стратегічна орієнтація Паризького клубу базується на двох принципах: а) надання необхідної зовнішньої фінансової допомоги у позичковій формі (чи пільгове погашення «старих» боргів); б) сприяння проведенню внутрішніх реформ і структурній перебудові економіки держав – реципієнтів коштів. У переговорах можуть брати участь будь-які держави, що мають претензії на володіння зобов'язаннями боржника. Наприклад, Росія і Бразилія є членами Паризького клубу, оскільки кредитують інші держави, хоча і самі споживають позикові ресурси в значних обсягах. Активна позиція країн ОЕСР у клубі є об'єктивно зумовленою з погляду прем'єрства голосів у фінансовій партитурі. Постійними «солістами» в переговорному процесі є МВФ, Світовий банк, ЮНКТАД (Департамент ООН з торгівлі і розвитку), і, звісно, держава-боржник (представники останньої, зрозуміло, перебувають у залежному стані прохачів).

Клуб розглядає питання реструктуризації боргів з обов'язковим урахуванням таких трьох передумов:

- наявність безпосередньої загрози припинення платежів з обслуговування боргу;
- врахування вимог кредиторів при реалізації економічної політики після реструктуризації;
- розподіл обсягу невиплаченого боргу рівномірно між усіма кредиторами.

Перші два моменти пов'язані з обмеженням можливостей фінансового маневрування боржників, третій стосується позиційних змін стану кредиторів, причому борговий «додаток» розподіляється і серед тих країн – членів клубу, які не беруть безпосередньої участі в конкретному обговоренні.

Процедурно проведення засідань клубу еволюціонувало разом зі змінами базових варіантів реструктуризації боргу, які поетапно формулювались у 1988–1998 рр. як торонтські, х'юстонські, лондонські, неапольські умови перегляду зобов'язань дебіторів (із застосуванням чотирьох зазначених варіантів було реструктуризовано 93 кредити на загальну суму 32,29 млрд дол. США).



У 1996 р. МВФ і Світовий банк запропонували ліберальний пакет заходів щодо скорочення боргу найбідніших держав до рівня, за якого його обслуговування стає реальним. Ці пропозиції відомі під назвою «програма НІРС» (Heavily Indebted Poor Countries). Головна відмінність цієї програми від пропонованих раніше полягає у активнішій участі міжнародних фінансових організацій в управлінні проблемами дебіторів. Після закінчення попереднього періоду стабілізації і реформування економіки за підтримки МВФ і Світового банку на кінцевій стадії допомога МФО надається у вигляді субсидій-грантів у рамках програми збільшеного структурного фінансування – ESAF (Enhanced Structural Adjustment Facility), що реалізується через спеціально створений у 1997 р. трастовий фонд (ESAF-NIPC Trust).

Після встановлення граничних критеріїв для відбору претендентів на участь в НІРС у 1996 р. визначився список потенційних учасників програми з 41 країни. Оскільки згодом виявилось, що реально брати участь можуть набагато менше країн, то у вересні 1999 р. міністри фінансів найбільших країн-кредиторів домовилися про зниження початкових критеріїв відбору до участі в програмі НІРС. З того часу критерії НІРС поділяються на вимоги першої і другої черговості.

Додатково в межах НІРС–II встановлювалася пряма залежність між скороченням боргового навантаження і зменшенням бідності.

Найскладнішим елементом НІРС є отримання згоди країн-учасниць на реалізацію і дотримання ними детальних планів стабілізаційного економічного розвитку. З цих причин не було виконано регіональні програми зі зниження боргового навантаження в Нікарагуа і Гайяні, під загрозою зриву залишається виконання відповідних заходів у Гондурасі.

У 2002 р. програма НІРС реалізовувалась у 26 країнах Африки і Латинської Америки<sup>242</sup>, загальна вартість реструктуризованої заборгованості становила 41 млрд дол. США за всіма кредиторами, що на 2/3 зменшило загальний обсяг боргу проблемних позичальників.

Паризький клуб кредиторів вимагає від боржників погодження економічного розвитку з програмами Міжнародного валютного фонду і Світового банку. Вважається, що фінансування з боку останніх є своєрідним гарантом відновлення ділової репутації.

<sup>242</sup> Перелік країн, на які спрямовано дію «програми НІРС», є таким: Бенін, Болівія, Буркіна-Фасо, Гайана, Гамбія, Гана, Гвінея, Гвінея-Бісау, Гондурас, Ефіопія, Замбія, Камерун, Мавританія, Мадагаскар, Малаві, Малі, Мозамбік, Нігер, Нікарагуа, Руанда, Сан-Томе і Принсіпі, Сенегал, Серра-Леоне, Танзанія, Уганда, Чад.

Підготовка і проведення засідання Паризького клубу широко не афішуються і, по суті, є конфіденційними. Фінансова інформація щодо позицій та умов реструктуризації боргу обмежується.

Витрати на підготовку засідання несуть дебітори, і хоча ці витрати значно менші порівняно з підготовкою переговорів у Лондонському клубі (наприклад, кошторисна економія виникає внаслідок відсутності обтяжливої представницької компанії «Роуд-шоу»), спілкування з членами «фінансової ліги чемпіонів» є принизливим для боржників, про партнерські відносини говорити не доводиться.

Серед країн, котрі розвиваються, посилюється невдоволення діями Паризького клубу, що пов'язано з вимогами ліквідації заборгованості найбільш розвинених суверенних боржників.

Нижче наводиться порівняльна характеристика Лондонського і Паризького клубів кредиторів (табл. 5.11). Відносини країн СНД з Лондонським і Паризьким клубами кредиторів спочатку виникли як результат урегулювання проблеми щодо пролонгації радянських боргових зобов'язань, які наприкінці 1991 р., за різними оцінками, становили від 90 до 108 млрд дол. США. Борги перед членами Паризького клубу оцінювалися в 37 млрд дол. США, а перед банками з Лондонського клубу – спочатку в 16 млрд дол. США, а згодом, після уточнення, зросли до 32,3 млрд дол. США.

Домовленість про солідарну відповідальність за боргом республік – правонаступниць СРСР не було реалізовано з різних причин. При середній вартості міжнародних позик в першій половині 90-х років до 7% річних відсоткові щорічні платежі сягали приблизно 6–7 млрд дол. США, і ця сума навіть без виплати основної суми боргу становила значну проблему для бюджетних видатків. Першу угоду з членами Паризького клубу підписала Росія 2 квітня 1993 р. щодо реструктуризації на десять років частини боргу, яка підлягала погашенню в 1992–1993 рр., обсягом 15 млрд дол. США.

У відносинах Росії з Лондонським клубом налічується кілька юридичних моментів. 17 листопада 1996 р. було підписано попередню угоду щодо реструктуризації боргу на 25 років з пільговою семирічною відстрочкою погашення. Після уточнення кількісних характеристик боргу (звірку боргів по 423 кредиторам проводила аудиторська фірма Ernst&Young) 6 жовтня 1997 р. російські борги були реструктуризовані в такому варіанті: на основний борг обсягом в 24 млрд дол. США випускались облігації PRIN (principal notes), а на прострочені відсотки обсягом

Таблиця 5.11

**Порівняльна характеристика Лондонського і Паризького клубів кредиторів**

Функціональна ознака	Лондонський клуб	Паризький клуб
Мета діяльності	Розв'язання фінансових проблем країн, що розвиваються, щодо обслуговування і погашення зовнішнього боргу	
Статус	Неформальні організації без офіційного мандату з непостійним складом учасників	
Процедурна організація діяльності	Основні підходи до оцінки фінансової поведінки дебіторів і умов кредитування ідентичні	
Періодичність скликання засідань	Жорстко не регламентується, засідання проводяться в разі необхідності	
Початок діяльності	1976 р.	1956 р.
Сфера діяльності	Реструктуризація заборгованості комерційним структурам	Реструктуризація заборгованості офіційним (державним) кредиторам
Початок програми реструктуризації	Визначається дебітором (дата, що вказана в інформаційному повідомленні боржника про відмову від сплати боргів)	Визначається кредитором (дата, з якої країни-кредитори відмовляються надавати боржнику нові кредити)
Представництво інтересів кредиторів	Інтереси кредиторів представляє Банківський консультативний комітет (БКК) з числа найбільш зацікавлених банків	Інтереси кредиторів представлені найбільш впливовими банками незалежно від їхньої частки у борговому фінансуванні
Можливість перегляду процентних платежів і основної суми боргу	Умови «старих» боргів не переглядаються. Клуб погоджує пакет заходів щодо його реструктуризації і банки стають власниками нових евробондів	Домовленості минулих періодів можуть бути переглянуті
Необхідність підтримки дебіторів МВФ, іншими фінансовими інституціями	Необов'язкова	Реструктуризація поєднується з вимогою підписання угоди на виділення траншів МВФ та альтернативне кредитування з інших джерел

Складено В. В. Корнеєвим.

в 8,3 млрд дол. США – облігації IAN (interest arrears notes). Обидва види облігацій були зареєстровані за номіналом на Люксембурзькій фондовій біржі.

Основні характеристики облігацій PRIN такі: термін обігу – 23 роки (погашення в грудні 2020 р.); купонна ставка дохідності – 7 % річних (LIBOR+81/25); виплати піврічні – 2 червня і 2 грудня; банк-депозитарій: Chase Manhattan; розрахунковий агент: Bank of America. Облігації IAN емітовані на 18 років з датою погашення в грудні 2015 р., депозитарні і розрахунково-клірингові функції виконує система Evroclear, інші умови емісії IAN аналогічні PRIN.

Суттєва відмінність між облігаціями PRIN і IAN полягала в тому, що перші з них могли безперешкодно претендувати на повторні реструктуризації як перехідні борги СРСР, а другі вважались власне російськими зобов'язаннями, що виникли після 1991 р. і мали жорсткішу емісійну платформу.

Серпневі події 1998 р. різко змінили кон'юнктуру фінансових ринків, і вже через три місяці Росія звернулася до Лондонського і Паризького клубів з пропозиціями додаткової реструктуризації раніше укладених угод. Після тривалих переговорів (сім раундів) з кредиторами Лондонського клубу 11 лютого 2000 р. були оприлюднені фактичні результати нової схеми реструктуризації: облігації PRIN обмінювалися на 30-річні єврооблігації з дисконтом 37,5 % номіналу, облігації IAN теж мали 30-річну дюрацію, але змінений 33-відсотковий дисконт. Нові папери мали амортизаційний період в 47 піврічних купонів після перших пільгових 7 років. Варіативна величина купонів сплачувалася двічі на рік: 2,25 % річних у перші півроку, 2,5 % – у наступні півроку, 5 % – у наступні шість років і 7,5 % – починаючи з восьмого року. Крім того, було обмінено на 10-річні єврооблігації вимоги за простроченими відсотками PDI (percent debt interest) відносно PRIN і IAN обсягом 2,8 млрд дол. США за номіналом без дисконту з купоном дохідності на рівні 8,25 % річних.

Ефективність здійсненої реструктуризації російських комерційних боргів оцінювалася доволі високо: на третину зменшилися вимоги кредиторів і обсяг виплат на 43,27 млрд дол. США протягом 30-річного періоду (збільшення дюрації на 21 %). Сегмент ринку переоформлених російських євробондів за номіналом, за оцінками, перевищував 36,5 млрд дол. США.

Програма реструктуризації тогочасної комерційної заборгованості України передбачала обмін і приведення вітчизняних облигацій, які випускалися раніше на різних умовах, до єдиного уніфікованого вигляду. Заплановані шість емісій нових облигацій оцінювалися на загальну суму 2,7 млрд дол. США (або 2,6 млрд євро) з вартісним розрахунком 11 % річних на доларові облигації і 10 % річних на єврооблигації. Термін обігу – 7 років з піврічними купонними виплатами.

Уповноваженим агентам та кредиторам-фідуціарам було запропоновано придбати на конверсійних умовах нові українські євробонди 2000 р. випуску замість наявних зобов'язань за такими позиціями:

- а) емітованих на фідуціарній основі облигацій вартістю 1537960 тис. німецьких марок під 16% річних з погашенням у лютому 2001 р.;
- б) емітованих на фідуціарній основі облигацій вартістю 500 млн євро під 14,75 % річних з погашенням у березні 2000 р.;
- в) емітованих на фідуціарній основі облигацій вартістю 73 750 тис. дол. США під 16,75 % річних з погашенням у жовтні 2000 р.;
- г) емітованих на фідуціарній основі облигацій вартістю 258 415 тис. дол. США з пільговим купоном і погашенням у вересні 2000 р.;
- д) емітованих Міністерством фінансів України у 1995 р. для врегулювання відносин з РАТ «Газпром» облигацій вартістю 280 млн дол. США під 8,5% річних з погашенням у 2000–2001 рр.<sup>243</sup>

У результаті проведеної реструктуризації з'явилася нова, значно пом'якшена структура обслуговування і погашення боргу в передбачуваній семирічній перспективі. Державний бюджет мав ширший діапазон планування видаткової частини, вартісна економія за рахунок використання коефіцієнтів заміни становила 152 млн дол. США. Україна стала третьою країною, після Пакистану й Еквадору, яка спробувала реструктуризувати власні єврооблигації на вигідних для себе умовах. В аналогічній програмі Пакистану обмінювався тільки один вид єврооблигацій, до того ж переважну більшість кредиторів становили резиденти, а спроба Еквадору закінчилася невдачею – відмовою кредиторів, і країна опинилася в стані дефолту.

Тогочасний незаперечний успіх українського уряду був визначений світовою спільнотою як унікальний, оскільки попередня заборгованість мала занадто «різноформатну» структуру, незручну для консолідації та управління. Проте операційна «ейфорія» не розв'язує боргової пробле-

<sup>243</sup> Лісовенко В. Реструктуризація зовнішнього боргу України / В. Лісовенко // Вісник НБУ. – 2000. – № 5. – С. 3.

ми в стратегічному плані. Український варіант сек'юритизації показав звужений інструментарій угоди, а саме – використання лише ланцюгового взаємозв'язку «борг – борг» з пролонгацією змінених зобов'язань на погоджений семирічний термін (що значно менше, ніж російський аналог). У довгостроковому періоді проблема боргів не вирішується, розрахунки відстрочуються за тимчасовим пільговим режимом.

У рамках співробітництва України з кредиторами – членами Паризького клубу у липні 2001 р. досягнута домовленість про реструктуризацію офіційного боргу України обсягом 580 млн дол. США на 12-річний термін з пільговим початковим трирічним періодом (трирічна пільга означає, що Україна буде сплачувати тільки відсотки з основної суми боргу). Залишкові відсоткові виплати за «старими» боргами визначені в обсязі 160 млн дол. США на 2001 р. і 200 млн дол. США на 2002 рік. З огляду на дисконтовані знижки вартості грошей в часі – з одного боку, і з другого – зростання міжнародних резервів НБУ, обслуговування реструктуризованого боргу – комерційного та офіційного – для бюджету не було обтяжливим.

У грудні 2001 р. уряд Німеччини першим серед представників Паризького клубу підписав з урядом України угоду про реструктуризацію українського зовнішнього боргу обсягом 295,5 млн дол. США в межах узгоджених домовленостей з Паризьким клубом кредиторів. Позитивна реакція міжнародної спільноти не забарилась – наприкінці 2001 р. агентство «Standard & Poor's» підвищило Україні довгострокові кредитні рейтинги до рівня «В» зі стабільними прогнозами на майбутнє. Згодом, у 2002 р., інші країни-кредитори (США, Японія, Франція, Італія) підписали з Україною двосторонні угоди про реструктуризацію своїх частин офіційного державного боргу.

Отже, завдяки розробленню стандартизованих схем і підходів до реструктуризації боргів у рамках Лондонського і Паризького клубів кредиторів було розв'язано боргові проблеми багатьох країн світу. Проте до цього часу слабо регульованими і непередбачуваними залишаються процеси реструктуризації боргів за суверенними облігаціями. На початку 2000-х років МВФ докладав значних зусиль для розроблення і впровадження у практику механізму SDRM (механізму реструктуризації суверенних боргів). Але труднощі збалансування інтересів боржників і кредиторів, а також створення нормативно-правової бази для випуску і функціонування суверенних облігацій, яка б чітко регламентувала правила, процедури й участь різних сторін у реструктуризації боргів, загальмували процес розроблення цього механізму.

#### **5.4. МІЖНАРОДНИЙ ДОСВІД УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ У СИСТЕМІ АНТИКРИЗОВОГО ФІНАНСОВОГО РЕГУЛЮВАННЯ**

Світовою практикою акумульовано значний досвід з управління зовнішнім державним боргом, встановлені основні принципи та цільові орієнтири боргової політики в умовах глобалізації. В цілому всі вони спрямовані на досягнення фінансових та загальноекономічних цілей. Зокрема, на стратегічному рівні – це підвищення стійкості державних фінансів до зовнішніх шоків та забезпечення фінансової стабільності, а також гармонізація політики зовнішніх запозичень із загальною економічною політикою держави. Водночас на тактичному рівні важливими цілями управління боргом є покриття потреб уряду в позикових коштах для фінансування дефіциту бюджету; досягнення збалансованої структури боргових зобов'язань; зниження валютних ризиків через формування оптимальної валютної структури боргу; мінімізація вартості запозичень та витрат на обслуговування боргу; забезпечення доступу до міжнародних ринків капіталу та ринку товарів й послуг тощо.

В останні десятиліття країнам з високим та середнім рівнем доходів вдалося досягти значних успіхів у напрямі підвищення ефективності управління державним боргом та суттєво покращити структуру боргових портфелів. Більшість цих країн почали використовувати сучасні методики прогнозування динаміки боргу та витрат на його обслуговування, а також удосконалені методики щодо оцінювання боргових ризиків з урахуванням факторів розгортання останніх фінансових криз. Серед інших тенденцій у сфері регулювання зовнішнього державного боргу – корекція цілей управління боргом та зміни у його організаційно-адміністративній системі. Крім того, окремим напрямом у цій сфері стало удосконалення обліку умовних зобов'язань.

Усвідомлюючи важливість вивчення міжнародного досвіду для ефективного управління державним боргом в Україні, розглянемо ці та інші напрями, методи й інструменти управління детальніше, зосереджуючись на найбільш ефективних з них та прийнятних для України. Зважаючи на циклічність економічного розвитку та високу ймовірність наступних фінансових криз, звернемо особливу увагу на антикризові та попереджувальні заходи.

Розпочнемо наш аналіз з розгляду одного з найпоширеніших у світовій практиці методів відновлення боргової стійкості – бюджетної кон-

солідації, що включає заходи політики, спрямовані на скорочення тягара заборгованості шляхом підвищення доходів та/або зменшенням витрат державного бюджету<sup>244</sup>. Незважаючи на суттєву критику ефективності цього методу з боку багатьох науковців, що набула особливого загострення після міжнародної фінансової кризи 2008 р., цей метод залишається доволі поширеним<sup>245</sup>. Він спрямований на поліпшення первинного сальдо, що дає змогу скоротити нові запозичення й допомогти знизити рівень накопиченого боргу.

В умовах наростання боргової кризи в ЄС 2009–2012 рр. та з метою недопущення її подальшої ескалації більшість розвинутих країн ухвалили програми зі скорочення бюджетного дефіциту.

Останньою подією у цьому напрямі стало ухвалення влітку 2012 р. нової версії Пакту стабільності та зростання ЄС, до якого приєднались 25 з 27 країн – членів Союзу (за винятком Чехії та Великобританії). Він передбачає виділення 130 млрд євро на довгострокові заходи для стимулювання економіки ЄС (включаючи підтримку «найуразливіших» країн, малих і середніх підприємств; підвищення зайнятості молоді; фінансування проєктів у сфері енергетичної інфраструктури та транспорту), а також жорсткіші вимоги щодо консолідації. Зокрема, відповідно до Пакту:

- бюджет має бути бездефіцитним, а у кращому разі – профіцитним;
- структурний дефіцит не повинен перевищувати 0,5 % ВВП;
- якщо державний борг відносно ВВП перевищить дозволений рівень (60% ВВП), його слід знижувати щороку;
- порушення цих правил автоматично призводить до застосування штрафних санкцій.

Однак наразі усім вимогам Бюджетного пакту відповідають показники лише чотирьох країн ЄС.

<sup>244</sup> *Baldacci E.* How Effective Is Fiscal Policy Response in Systemic Banking Crises / E. Baldacci, S. Gupta, C. Mulas-Granados // IMF Working Paper. – 2009. – WP/09/160 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09160.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09160.pdf).

<sup>245</sup> Критика в цілому пов'язана з довгостроковим характером консолідації, а також її негативним впливом на споживання та економічне зростання. Див.: Перспективи розвитку мирової економіки: подъем, риск и перебалансирование // Международный Валютный Фонд, Обзоры мировой экономики и финансов, октябрь 2010 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.imf.org/external/russian/pubs/ft/weo/2010/02/pdf/text.pdf](http://www.imf.org/external/russian/pubs/ft/weo/2010/02/pdf/text.pdf).



Консолідація триває у багатьох країнах ЄС, проте її успішність в більшості з них є відносною через структурні проблеми (значні дефіцити рахунку поточних операцій, високий рівень безробіття тощо). Водночас Польщі та Чехії вдалося втримати загрозливе зростання зовнішнього боргу. Їхні фінансові системи є доволі стабільними порівняно з іншими країнами ЄС, насамперед Грецією, Ірландією та Португалією. Головним чинником фінансової стійкості Чехії та Польщі стали помірні державні витрати, що стримувало зростання бюджетних дефіцитів та зовнішнього боргу. Так, у період з 2006 по 2009 р. середньорічний дефіцит бюджету Чехії дорівнював 2,95 % ВВП, Польщі – 4,1 % ВВП<sup>246</sup>. В Угорщині, як і в Греції та Ірландії, цей показник був значно більшим – 5,1 % ВВП (у 2002–2005 рр. ще вищим – 7,6 % ВВП), що і стало однією з головних причин суттєвого зростання зовнішнього боргу країни та її залежності від зовнішнього фінансування.

Повертаючись до більш раннього періоду, можна виокремити країни, що досягли значних успіхів внаслідок проведення бюджетної консолідації.

До цього переліку варто додати Бельгію, де в 1981–1991 рр. була проведена найбільша консолідація з часу закінчення Другої світової війни. Країна поліпшила своє первинне сальдо на 11 в. п. Такого результату вдалося досягти лише завдяки реалістичним цілям й очікуванням при побудові боргової стратегії за допомогою бюджетної консолідації. Бельгія і Канада в кінцевому підсумку домоглися значно більших успіхів у скороченні своєї заборгованості, ніж Італія, і важливою відмінністю між цими країнами є зміщення акценту боргової політики з короткострокових заходів на проведення структурних змін. Крім того, й Бельгія, й Канада створили в 1990-х роках бюджетні системи, які дали змогу зберегти приріст бюджетного сальдо та послабили «ефект втоми» від консолідації. Отже, цей досвід вказує на те, що плани консолідації повинні бути зосереджені більше на постійних структурних реформах, ніж на тимчасових чи короткострокових заходах.

Крім того, Бельгія була однією з небагатьох розвинутих країн Західної Європи, яка практично не відчула наслідків першої хвилі світової фінансової кризи 2008 р. Цьому сприяла відносно стабільна внутрішня економічна ситуація у передкризовий період (профіцитний бюджет, стабільне

<sup>246</sup> Finance Statistics / Government [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/government\\_finance\\_statistics/data/main\\_tables](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/government_finance_statistics/data/main_tables).

стійке зростання ВВП, позитивний платіжний баланс, невисокий рівень інфляції), а також відсутність тісних економічних зв'язків із найбільш постраждалими від кризи країнами. Однією з передумов швидкого виходу Бельгії з першої стадії кризи стало вчасне ухвалення ефективного плану антикризових заходів – Стабілізаційного плану Бельгії (Belgium stability plan) на 2009–2010 рр.<sup>247</sup> Пізніше було прийнято аналогічний план на 2011–2012 рр. Основними антикризовими заходами в Бельгії стали:

- збільшення дохідної частини державного та регіональних бюджетів шляхом підвищення ставок податків (акцизного збору, мита), введення нових податків (на банківську та біржову діяльність) та відрахувань з роботодавців за достроковий вихід їх працівників на пенсію;
- скорочення державних видатків: «заморожування» окремих соціальних програм, скорочення зарплатні держслужбовцям тощо;
- стимулювання економічного зростання, зокрема допомога стратегічним експортоорієнтованим та новітнім галузям тощо.

Отже, особливістю проведення бюджетної консолідації у Бельгії було віддання переваги антикризовим заходам, спрямованим на збільшення доходів бюджету (порівняно зі скороченням його видатків), а також стимулювання економічного зростання за рахунок фінансування перспективних секторів економіки.

Накопичений десятиліттями світовий досвід проведення бюджетної консолідації не дає універсальних рекомендацій, проте дає змогу навести декілька особливостей цього процесу, які сприяють її найвищій ефективності<sup>248</sup>:

- беручи до уваги слабке економічне зростання на поточний момент його підтримка є найпершим пріоритетом для подолання негативного впливу бюджетної консолідації. Боргова політика має поєднуватися з державною політикою, спрямованою на усунення глибин-

<sup>247</sup> Belgium Stability Programme (2009–2012) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://stabilityprogramme.be/en/Stability\\_program\\_2009\\_2012\\_Belgium\\_Cabinet\\_Finances\\_20100201\\_EN.pdf](http://stabilityprogramme.be/en/Stability_program_2009_2012_Belgium_Cabinet_Finances_20100201_EN.pdf); Belgium Stability Programme (2012–2015) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://stabilityprogramme.be/en/Stability\\_Programme\\_Belgium\\_2012\\_2015\\_20120522\\_EN.pdf](http://stabilityprogramme.be/en/Stability_Programme_Belgium_2012_2015_20120522_EN.pdf).

<sup>248</sup> World Economic Outlook: Coping with High Debt and Sluggish Growth / International Monetary Fund. – Washington, DC : IME, 2012. – Ост. – 228 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/02/pdf/text.pdf>.

них структурних проблем в економіці, а також з адаптивною грошово-кредитною політикою;

- оскільки скорочення зовнішнього боргу потребує часу, бюджетна консолідація повинна бути зосереджена на довгострокових структурних змінах. Цьому мають сприяти бюджетні інститути, подібні до створених у Бельгії, які підвищують прозорість і підзвітність бюджетного процесу;
- невелике зменшення заборгованості можливе навіть за відсутності значного економічного зростання;
- стимулювання дохідної частини бюджету під час проведення фіскальної консолідації справляє більш позитивний вплив на подолання боргової кризи, ніж зменшення витрат. Водночас значний ефект мають комбіновані фіскальні правила (тобто встановлення та поєднання цілей щодо дохідної та видаткової частин бюджету);
- політика уряду (щодо консолідації) має бути чіткою та прозорою, лише так можна домогтися підтримки населення;
- успішна політика не може бути короткостроковою, водночас якщо за перші роки проведення консолідації не досягнуто жодних позитивних результатів, програма в цілому, ймовірно, виявиться неефективною<sup>249</sup>. Оптимальна кількість років – від двох до трьох;
- темпи коригування повинні відповідати стану економіки. Розробникам економічної політики слід зосередитися на структурних або скоригованих з урахуванням циклічних коливань цільових показниках. Якщо темпи зростання нижчі, ніж очікувалося, необхідно задіяти інструменти грошово-кредитної політики, а також скористатися дією автоматичних бюджетних стабілізаторів;
- заходи як щодо видатків бюджету, так і щодо доходів, справляють вагомий вплив на зайнятість та соціальну справедливість, що має бути враховано при проведенні консолідації. Оптимальний ступінь прогресивності оподаткування та адресність соціальної допомоги населенню є необхідними для обмеження негативних соціальних наслідків. Активізація програм для підтримки розвитку ринку праці може сприяти підвищенню попиту і пропозиції робочої сили. Кращий ефект досягається при одночасному впровадженні структурних реформ.

<sup>249</sup> Таким чином, функція ефективності програми залежно від кількості років, витрачених на неї, має вигляд літери «U».

Зазначимо, що в кризовий період перелік інструментів регулювання державного боргу, як правило, істотно звужується, а структура боргово-го портфеля погіршується через спад попиту інвесторів, масовий вплив капіталів та обмеження доступу до міжнародного ринку капіталів. Зокрема, наприкінці 2008 р. – на початку 2009 р. уряди країн з високим рівнем доходів на одну особу (США, Великобританія, Франція, Німеччина, Польща) та середнім рівнем (Угорщина, Мексика) суттєво збільшили випуск короткострокових позик унаслідок несприятливої кон'юнктури міжнародних фінансових ринків та різкого збільшення потреби у позикових ресурсах для фінансування антикризових програм. Перелік основних антикризових заходів національних урядів та центральних банків окремих країн світу наведено у табл. 5.12.

Таблиця 5.12

**Антикризові заходи національних урядів та центральних банків окремих країн світу**

Захід	Країни, що його застосовують
<i>I. Традиційні монетарні заходи центральних банків</i>	
Зниження облікової ставки / ставки рефінансування центральним банком	США, Великобританія, ЄС, Швейцарія, Індія, Китай, Японія, Канада, Швеція, Австралія
Підвищення облікової ставки / ставки рефінансування центральним банком	Російська Федерація, Угорщина, Данія
<i>II. Підтримка ринку житла та іпотеки</i>	
Будівництво доступного житла	Китай, Франція, Великобританія, Бразилія, Австралія
Створення фондів для інвестування в будівництво або кредитування купівлі житла	США, Китай
Запровадження програм допомоги позичальникам на ринку іпотеки (рефінансування або гарантування)	США, Російська Федерація, Японія, Австралія, Швеція
Розширення іпотечних програм кредитування банками (під державні гарантії)	Великобританія, Франція, Російська Федерація, Австралія
Викуп типових квартир	Російська Федерація

Продовження табл. 5.12

Захід	Країни, що його застосовують
<i>III. Фінансова допомога держави фінансовим установам</i>	
Рефінансування або гарантування банківських боргів за рахунок державних коштів	Франція, Російська Федерація, Великобританія, США, Південна Корея, Швеція
Зниження нормативів резервування	Російська Федерація, Китай, Індія
Кредитування банків й інших фінансових установ	Франція, США, Російська Федерація, Німеччина
Кредитування під заставу надійних комерційних паперів	США
Викуп акцій фінансових установ державою	Великобританія, Японія, Російська Федерація, Нідерланди, Бельгія, Німеччина, Португалія
Викуп проблемних («токсичних») активів	США, Великобританія, Франція
Розміщення державних коштів на депозитах комерційних банків	Російська Федерація
Надання гарантій (за певну плату) на вартість минулих інвестицій банків, які можуть виявитися збитковими	Великобританія
<i>IV. Контроль за грошовими коштами банків</i>	
Обмеження грошової винагороди топ-менеджменту	США, Великобританія
Зміна вимог до бухгалтерського обліку	США, Німеччина, Великобританія
Створення спеціального інституту регулювання	Франція, США, Китай
Вимога для банків кредитувати підприємства та домогосподарства	Франція, Великобританія
Пом'якшення регулювання банківських нормативів	Китай
<i>V. Поповнення обігових коштів підприємств</i>	
Викуп надійних комерційних цінних паперів	США, Великобританія, Бразилія
Прискорене повернення ПДВ	Франція
Зниження ПДВ	Великобританія

Продовження табл. 5.12

Захід	Країни, що його застосовують
Звільнення від податку на прибуток (на нові інвестиції, дослідження) або зменшення ставки податку	Франція, США, Великобританія, Німеччина, Російська Федерація, Індонезія, Канада, Південна Корея
Зниження внесків на соціальне страхування для роботодавців	Німеччина
Податковий кредит	США
Розстрочка податків	Великобританія, Російська Федерація
Прискорена амортизація	Російська Федерація, США, Німеччина, Франція
Пільги в податку на нерухомість	Великобританія
Сплата державних боргів підприємствам	Франція
<i>VI. Захист для домогосподарств</i>	
Зниження ПДВ	Великобританія
Розширення програм кредитування	США, Великобританія
Захист банківських вкладів населення	Російська Федерація, США, Франція
Робота з банками щодо пом'якшення ними умов виданих домогосподарствам кредитів	Великобританія, Російська Федерація, Греція
Збільшення одноразових виплат сім'ям у зв'язку з кризою	США, Японія, Великобританія, Німеччина, Італія, Чилі, Австралія, Франція
Збільшення інших соціальних виплат (пенсії, на дітей, медичне страхування)	США, Великобританія, Німеччина, Франція, Чилі, Австралія
Збільшення розміру пільг	США, Великобританія, Німеччина
Податковий кредит	США, Великобританія
Зниження податків	США, Великобританія, Німеччина, Канада, Індонезія, Італія
Безкоштовні послуги соціальних служб (догляд за дітьми)	Японія

Продовження табл. 5.12

Захід	Країни, що його застосовують
<i>VII. Підтримка зайнятості та безробітних</i>	
Збільшення виплат з безробіття	Російська Федерація, США, Франція
Створення нових робочих місць у секторі екотехнологій, соціальної сфері	Японія, США
Консультаційна допомога	Великобританія, Російська Федерація
Домовленості з найбільшими роботодавцями	Великобританія, Німеччина, Франція
Збільшення витрат на підвищення кваліфікації	Великобританія, Німеччина, Російська Федерація, Канада
Громадські роботи	Російська Федерація, Чилі
Сприяння переїзду на нове місце роботи	Російська Федерація
Скорочення квоти іноземної робочої сили	Російська Федерація
Субсидії або податкові пільги для підприємств, що забезпечують працевлаштування молоді	Японія, Російська Федерація, США
Субсидії безробітним на сплату за житло	Японія
<i>VIII. Сприяння розвитку нових технологій</i>	
Енергетичні кредити як для домогосподарств, так і для підприємств	США, Франція, Великобританія
Модернізація будівель на більш енергетично ефективні	Японія, США, Великобританія, Німеччина, Франція, Австралія
Цифрові технології	Франція, Великобританія, Німеччина
Транспортні технології	Франція, Німеччина, Китай
Розвиток еко- та енерготехнологій	Японія, Німеччина, США, Франція, Китай, Канада
Торгівля квотами на викиди CO <sub>2</sub>	Японія, країни ЄС
Фінансова підтримка (через фонди або програми) зусиль підприємств з пом'якшення шкідливого впливу на довкілля	Японія, США, Німеччина
Створення «екоміст»	Японія, Франція

Продовження табл. 5.12

Захід	Країни, що його застосовують
Державні інвестиції у розробки у галузі медицини	США, Японія
<i>IX. Фінансова допомога реальному сектору</i>	
Капіталізація галузевих фінансових установ	Японія, Китай
Податкові пільги окремим галузям	США, Японія, Російська Федерація, Китай
Державне кредитування	США, Великобританія, Китай
Реалізація галузевих програм	Російська Федерація
Гарантії за банківськими кредитами	Франція, Великобританія, Японія
Компенсація відсотків за банківськими кредитами	Російська Федерація, Китай
Стимулювання споживання продукції того чи іншого сектору (податкові пільги, прями доплати, держзакупівлі)	Великобританія, Німеччина, Франція, Китай, Російська Федерація, Бразилія
Викуп акцій	Російська Федерація
Митно-тарифний захист	Російська Федерація
Субсидування	Китай
Створення фондів інвестування (за участю держави та приватного сектору)	Франція, Німеччина, Великобританія
<i>X. Інвестиції в розбудову та модернізацію інфраструктури</i>	
Транспортна інфраструктура	США, Китай, Великобританія, Німеччина, Франція, Канада, Австралія, Індонезія, Південна Корея, Саудівська Аравія
Охорона здоров'я, освіта, догляд за старими та дітьми	Японія, США, Великобританія, Німеччина, Франція, Австралія
Муніципальна інфраструктура	Німеччина, США, Франція
Збільшення інвестицій державних підприємств	Російська Федерація, Франція
Випуск інфраструктурних облігацій під масштабні проекти	Російська Федерація
Спрямування частини коштів фонду страхування в інфраструктурні проекти	Китай



Продовження табл. 5.12

Захід	Країни, що його застосовують
Фінансування розпочатих проектів державно-приватного партнерства з бюджету держави	Великобританія
<i>XI. Регіональні ініціативи</i>	
Підтримка проектів місцевої влади центральним урядом	Японія, Німеччина, Франція, Китай
Створення державної установи (корпорації), яка займається питаннями регіонального економічного розвитку	Японія
Спеціалізовані програми розвитку відсталих територій	Російська Федерація, Китай
Передача частини доходів центрального бюджету до місцевих	Російська Федерація, Японія
<i>XII. Допомога малому та середньому бізнесу</i>	
Програми кредитування	Російська Федерація, Великобританія, Німеччина, Франція, Китай, Чилі
Розширення доступу до держзамовлень	США, Російська Федерація
Зниження податків	Російська Федерація, США, Франція, Чилі
Фінансування досліджень	Німеччина
Зниження адміністративних бар'єрів	Російська Федерація
<i>XIII. Підтримка зусиль торгових фірм</i>	
Допомога іншим країнам у реалізації інфраструктурних проектів і розширенні торгівлі	Японія, США, Китай
Зниження експортного мита	Російська Федерація
Зменшення експортних цін	Китай
Податкові пільги для експортерів	Китай
Кредитування експортерів	Японія, Великобританія
<i>XIV. Наповнення бюджету</i>	
Запозичення	Франція, Великобританія, Німеччина, Японія

Закінчення табл. 5.12

Захід	Країни, що його застосовують
Зростання акцизного збору на алкоголь та тютюнові вироби	Великобританія
Збільшення податку на споживання	Японія
Зростання податків на доходи (для багатих громадян)	Великобританія
Збільшення внесків на страхування для працівників та роботодавців (для високооплачуваних працівників)	Великобританія
Підвищення податків на автомобілі, що не відповідають екологічним нормам	Великобританія
Випуск державних облігацій (для фінансування заходів економічного стимулювання)	Китай
<i>XV. Допомога іншим країнам</i>	
Фінансова допомога іншим країнам	Японія, Китай

Складено за: Як подолати вплив міжнародної фінансової кризи: пошуки адекватної економічної політики: аналіт. доп. // Матеріали для обговорення / Інститут економічних досліджень та політичних консультацій. – Х. : Права людини, 2009. – С. 50–55.

Окремо зазначимо, що більшість країн з високим рівнем доходів на одну особу розробили безпрецедентні за розмірами вливань в економіку антикризові програми, ключовими елементами яких стали стабілізація фінансової системи (зниження ставок рефінансування до їх майже нульового значення, рекапіталізація та націоналізація банків, збільшення державних гарантій за вкладами населення, викуп проблемних банківських кредитів) та фіскальне стимулювання (за рахунок зниження податків та збільшення видатків на підтримку окремих секторів економіки й банківської системи в цілому). Це призвело до значного нарощування державного боргу, а для країн ЄС – до початку боргової кризи.

Відповідно до результатів дослідження, проведеного експертами МВФ, основні інструменти боргової політики, які було запроваджено в кризовий період у різних групах країн, можна умовно поділити на три: введення нових цінних паперів і зміна складу цінних паперів, які пропонуються ринку; зміна процедур і механізмів розміщення позик; операції на відкритому ринку (табл. 5.13).

Таблиця 5.13

**Основні інструменти регулювання державного боргу  
у кризовий період (за групами країн)**

Країна	Упровадження нових цінних паперів і зміна складу цінних паперів*	Зміна процедур і механізмів розміщення позик	Операції на відкритому ринку
<i>Країни з ринками, що формуються</i>			
Бразилія			Так
Угорщина	Так		Так
Корея	Так		Так
Мексика		Так	Так
Польща	Так	Так	Так
Туреччина	Так	Так	Так
<i>Розвинуті країни</i>			
Бельгія	Так	Так	Так
Німеччина	Так		
Італія	Так	Так	Так
Нідерланди			Так
Великобританія	Так	Так	Так
США	Так		Так

\* У більшості країн з ринками, що формуються, набули поширення облігації з плаваючими процентними ставками, а у розвинутих країнах – облігації з прив'язкою до темпів інфляції.

Складено за: *Managing Sovereign Debt and Debt Markets through a Crisis-Practical Insights and Policy Lessons / Monetary and Capital Markets Department, International Monetary Fund. – 2011. – 18 Apr. – P. 8.*

Наведені у табл. 5.13 інструменти є корисними у кризовий період, проте мають короткостроковий характер. Запорукою успіху є створення складнішої і досконалішої моделі управління державним боргом. Зокрема, у таких країнах, як Данія та Швеція, застосовується особливий підхід до управління зовнішнім державним боргом, що корелюється з практикою управління портфелем цінних паперів. Головним завданням такого підходу є скорочення витрат на погашення та обслуговування боргу. Для цього будується теоретична базова модель портфеля боргових зобов'язань з розбиттям за видами валют, терміном погашення, вартістю обслуговування боргу, оптимальним для певної країни графіком

боргових платежів. Далі ставиться завдання наближення фактичної моделі до базової з використанням різного інструментарію управління державним боргом.

При цьому оцінюється поточна ситуація на світовому ринку позикових капіталів, можливості країни з використання тих чи інших боргових інструментів і приймаються певні відхилення від базової моделі. Для проведення таких операцій створюється агентство з управління державним боргом, діяльність якого контролюється міністерством фінансів. Такий підхід є продуктивнішим з погляду утримання помірною рівня боргу у цих країнах, ніж складання і виконання звичайних програм зовнішніх запозичень.

Зазначимо, що утворення незалежного органу управління державним боргом є доволі поширеною світовою практикою у зв'язку з необхідністю координації цього процесу. Питання організаційної структури та зв'язків з державними органами відділів управління зовнішнім державним боргом вирішується у кожній країні відповідно до її потреб та особливостей боргової ситуації. Досить поширеною є практика створення координаційного комітету вищого рівня.

В Аргентині функцію управління боргом здійснює Агентство з питань управління боргом (IGCP), працівники якого не є державними службовцями, а для побудови внутрішньої структури цієї організації прийнята корпоративна модель управління, що включає голову Ради директорів, Раду директорів, Консультативну раду, Аудиторський комітет<sup>250</sup>. Як елемент вдосконалення інституційної складової механізму регулювання державного боргу у країнах, що розвиваються, можна назвати приклад Польщі, котра нещодавно створила Агентство з управління ризиками державного боргу. У розвинутих країнах операції з обслуговування державного боргу – підготовку документів з продажу нових випусків державних цінних паперів, вивчення кон'юнктури ринку позикових капіталів, розміщення позик серед кредиторів, виплату і нарахування відсотків – здійснюють спеціальні підрозділи міністерства фінансів або державного казначейства (в США – спеціальні бюро державного боргу міністерства фінансів, у Великобританії – Агентство з питань управління боргом, що є виконавчим органом Казначейства).

<sup>250</sup> *Іваненко Ю.* Агентство з питань управління державним боргом: досвід Португалії та Великобританії / Ю. Іваненко, А. Мамишев // Вісник Національного банку України. – 2008. – № 3. – С. 14–18.

Зокрема, у Великобританії окреме Агентство з питань управління боргом (ДМО) створене з метою розмежування функцій грошово-кредитної політики та управління боргом. Головною метою політики управління державним боргом є мінімізація видатків з обслуговування державного боргу в довгостроковій перспективі, зниження ризику проведеної боргової політики. При цьому управління боргом не повинно суперечити цілям грошово-кредитної політики. До функцій Агентства належать:

- 1) прийняття оперативних рішень, пов'язаних із використанням державних боргових цінних паперів;
- 2) проведення операцій з цінними паперами;
- 3) здійснення моніторингу і аналізу ринку цінних паперів;
- 4) проведення операцій з грошовими переказами, пов'язаними з погашенням державного боргу;
- 5) ухвалення рішень щодо підтримки ринку цінних паперів і проведення реформ у цій сфері.

Крім Агентства, яке відповідає за продаж та управління ринком державних боргових паперів, Казначейство Великобританії покладається на діяльність Національного ощадно-інвестиційного банку (National Savings and Investments (NS&I)) та Банку Англії (Bank of England). Перша структура розвиває інвестиційні продукти для внутрішнього ринку та прогнозує подальший розвиток фінансового сектору у Великобританії, друга – здійснює продаж державних облігацій в іноземній валюті. Функції Банку Англії безпосередньо пов'язані із зовнішнім боргом: регулювання та контроль за процентними ставками, управління іноземними резервами, регулювання взаємовідносин між банками та їхніми клієнтами щодо використання державних цінних паперів в іноземній валюті<sup>251</sup>.

Незважаючи на високий рівень зовнішнього боргу Великобританії, значного тиску на її економіку не відбувається. Водночас Казначейство спільно з трьома згаданими інститутами розробило й ухвалило нову боргову стратегію, головною метою якої стала мінімізація боргових витрат і фінансового ризику за допомогою таких методів та інструментів:

- розширення ринку цінних паперів шляхом створення нових ринкових інструментів, які допоможуть зменшити витрати покриття боргу; для досягнення цієї мети необхідним є об'єднання зусиль

<sup>251</sup> Monetary Policy Framework / Bank of England [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Pages/framework/framework.aspx>.

Банку Англії, Агентства з контролю фінансових послуг (FSA) та Лондонської валютної біржі;

- підпорядкування своєї діяльності створенню і розвитку ліквідного та прозорого ринку цінних паперів;
- встановлення обмежень щодо випуску та тимчасової пролонгації конвенційних й індексованих першокласних цінних паперів.

Отже, методи управління боргом Великобританії можуть стати корисними для України. Особливу увагу слід звернути на чіткість і ефективність розподілу функцій між органами влади та постійну роботу щодо вдосконалення системи управління державним боргом.

Від інституційно-організаційних аспектів управління державним боргом перейдемо до розгляду основних адміністративних та ринкових методів його регулювання. Одним із методів регулювання боргових процесів, який застосовується здебільшого у кризовий період, є реструктуризація боргових зобов'язань, спрямована на мінімізацію втрат кредиторів, та забезпечення виконання зобов'язань позичальником за рахунок зменшення тягаря боргу. Параметри реструктуризації є індивідуальними для кожної країни, з деякими спільними особливостями чи закономірностями. На увагу заслуговує міжнародний досвід регулювання боргу за допомогою конверсії, сек'юритизації, конвертації, а також списання боргу тощо.

До кінця 1980-х років стало зрозумілим, що розвиток боргової ситуації в латиноамериканському регіоні суперечить інтересам як боржників, так і кредиторів. Одним із способів розв'язання боргової проблеми було проведення конверсії зовнішнього боргу країн Латинської Америки в капітал. У 1985–1989 рр. завдяки використанню цього методу було знижено більше половини обсягу боргу Бразилії, Чилі, Мексики та Аргентини (18,4 з 33,1 млрд дол. США). У цих країнах конверсія боргових зобов'язань у 1985–1989 рр. посилила приплив прямих іноземних інвестицій.

У Бразилії програма обміну боргу на акції містила такі вимоги:

- половина всіх інвестицій, що здійснювалися за операціями обміну боргу на акції, мала використовуватися на реалізацію проектів у найменш розвинутих секторах;
- отримані в результаті обміну засоби не підлягали інвестуванню в компанії, які експортували капітал протягом трьох попередніх років, за винятком випадків, коли капітал повертався назад.

В Аргентині висувалася умова, що від 30 до 50 % загальної вартості проекту фінансуватиметься у формі додаткових інвестицій. У Перу

межа інвестування за допомогою операцій обміну досягала 70 % вартості проекту. В окремих країнах були встановлені обмеження (квоти) на операції обміну боргу на акції. У Чилі квота становила спочатку 60 млн дол. США на місяць, але зменшилися до 25 млн дол. США. Крім того, репатріації раніше вивезеного капіталу сприяв допуск резидентів до участі в конверсійних програмах. Прикладом успішної реалізації цього інструменту є Чилі, де в 1985–1990 рр. резиденти придбали 29 % боргу, що підлягав обміну, та Філіппіни, де резидентами було придбано 45 % боргу. В цілому програми обміну боргу на акції сприяли залученню прямих іноземних інвестицій, що є вкрай актуальним для України.

Крім країн Латинської Америки, методи реструктуризації широко використовувалися в інших країнах, зокрема Східної Європи (Болгарія, Польща), Африки (Нігерія, Марокко), Південно-Східної Азії (Філіппіни). Польща здійснювала реструктуризацію шляхом викупу боргів та обміну на облигації Брейді, що значно покращило умови обслуговування і погашення заборгованості. Метод сек'юритизації зовнішнього боргу, на одному з етапів еволюційного розвитку країни, був застосований у Болгарії, що дало змогу зменшити величину заборгованості та покращити її структуру за рахунок збільшення частки довгострокових позик.

Крім того, деякі країни вдалися до дострокового погашення боргів Паризькому клубу кредиторів. Так, у 2005 р. Росія погасила боргові зобов'язання перед Паризьким клубом кредиторів на загальну суму 15 млрд дол. США до настання терміну їх погашення за рахунок ресурсів Стабілізаційного фонду. Дострокове погашення боргу цьому кредитору у тому ж році відбулося й у Польщі (було погашено 12,3 млрд дол. США з терміном сплати у 2005–2009 рр.)<sup>252</sup>.

Водночас слід зазначити, що в процесі управління державним боргом необхідно шукати такі методи та інструменти, які б мінімізували втрати для держави й населення. Яскравим прикладом цього є досвід Румунії, яка протягом 1985–1989 рр. повністю сплатила свій зовнішній борг (12 млрд дол.). Проте це призвело до стрімкого зменшення доходів й рівня життя населення та загального значного погіршення економічної ситуації<sup>253</sup>.

<sup>252</sup> Фінансово-монетарні важелі економічного розвитку : в 3 т. Т. 1: Фінансова політика та податково-бюджетні важелі її реалізації / за ред. А. І. Даниленка. – К. : Фенікс, 2008. – 468 с.

<sup>253</sup> Карлін М. І. Фінанси країн Європейського Союзу : навч. посіб. / М. І. Карлін ; М-во освіти і науки України. – К. : Знання, 2011. – 640 с.

Зменшення величини зовнішнього боргу досягла й Молдова за рахунок реструктуризації у 2006 р. державного боргу перед Росією та США на умовах Паризького клубу кредиторів. Угода передбачала реструктуризацію двосторонніх зовнішніх боргів Молдови перед країнами – членами клубу на суму близько 150 млн дол. США. Реструктуризація платежів по 30 % мала відбуватися на підставі Х'юстонських умов: борги за офіційною допомогою на розвиток – протягом 20 років з відстрочкою 10 років; комерційні борги – на 15 років з 5-річною відстрочкою з прогресуючою сплатою за відповідним ринковим курсом; решта 70 % боргів будуть погашатися протягом 3 років<sup>254</sup>.

Конвертація як метод управління державним боргом була застосована у Казахстані. Відбулася конвертація частини зовнішнього державного боргу у внутрішній через випуск похідних цінних паперів у національній валюті. Ці заходи були спрямовані на підвищення доступності фінансових інструментів для інституційних інвесторів, скорочення валютних ризиків та відкритих валютних позицій Казахстану<sup>255</sup>.

Також у 2004–2005 рр. Колумбія і Бразилія розмістили глобальні облігації, деноміновані у національних валютах. Таке нововведення дало змогу урядам-позичальникам позбутися валютного ризику та розширити базу іноземних інвесторів для власних боргових зобов'язань, продовжити середній термін боргових зобов'язань та згладити піки боргових платежів<sup>256</sup>.

Ще одним методом регулювання боргу у світовій практиці є списання боргів для країн з показниками боргового навантаження, більшими за критичний рівень. Прикладом застосування цього методу у постсоціалістичних країнах є угода між Росією та Афганістаном про списання заборгованості на суму 10 млрд дол. Схеми повного або часткового списання зовнішніми кредиторами застосовувалися щодо Болгарії, Польщі, Сербії та Чорногорії.

<sup>254</sup> США согласились реструктуризировать долг Молдавии // UABanker.net. – 2006. – 3 нояб. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.uabanker.net/daily/2006/11/110306\\_0900.shtml](http://www.uabanker.net/daily/2006/11/110306_0900.shtml).

<sup>255</sup> Джентльменское предложение. Казахстан ведет активные переговоры с Всемирным банком о конвертации части внешнего долга путем выпуска ВБ производных ценных бумаг в тенге // UABanker.net. – 2005. – 24 окт. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.uabanker.net/daily/2005/10/102405\\_1200.shtml](http://www.uabanker.net/daily/2005/10/102405_1200.shtml).

<sup>256</sup> Фінансово-монетарні важелі економічного розвитку : в 3 т. Т. 1: Фінансова політика та податково-бюджетні важелі її реалізації / за ред. А. І. Даниленка. – К. : Фенікс, 2008. – 468 с.



У деяких країнах до заходів регулювання державного боргу належить законодавче встановлення лімітів заборгованості. Так, у США у 1917 р. було започатковано практику обмеження зростання боргу. Однак через здебільшого політичний характер надані ліміти підлягали вимушеному частковому перегляду у бік збільшення, що спричиняло негативні наслідки у зв'язку із призупиненням роботи Казначейства з розміщення векселів і продажу облігацій. Встановлення максимального обсягу дефіциту федерального бюджету на кожен фіскальний рік створює умови для цілеспрямованого управління боргом. Серед постсоціалістичних країн законодавчо встановлені ліміти не лише державної, а й місцевої заборгованості наявні у Республіці Казахстан. Відповідно до законодавства цієї країни визначаються<sup>257</sup>:

- «ліміт боргу уряду» – запланована у республіканському бюджеті на відповідних рік сума отриманих і непогашених позик уряду, яку не має перевищувати фактичний борг уряду на кінець фінансового періоду;
- «ліміт зовнішнього боргу Національного банку Республіки Казахстан» – запланована фіксована сума отриманих і непогашених зовнішніх позик НБРК, яку не має перевищувати фактичний зовнішній борг НБУ на кінець фінансового року (50 % чистих золотовалютних активів банку, крім випадків залучення НБУ програмних позик від міжнародних фінансових організацій);
- «ліміт боргу місцевого виконавчого органу» – запланована у місцевому бюджеті на відповідний рік сума отриманих і непогашених позик місцевого виконавчого органу, яку не має перевищувати фактичний борг місцевого органу на кінець звітного періоду.

В інших країнах (Франція, Великобританія, Німеччина) немає обмежень на абсолютний розмір державного боргу, але підконтрольним є показник приросту його за рік, тобто різниця між сумою випущених і погашених у певному році позик. Так, у Німеччині вказаний приріст не може перевищувати обсяг передбачених в цьому році асигнувань на капітальні вкладення у федеральному бюджеті і бюджеті земель.

Окремим напрямом у регулюванні зовнішнього державного боргу є управління умовними зобов'язаннями. Адекватне відображення інформації про умовні зобов'язання уряду підвищуватиме ступінь обґрунто-

<sup>257</sup> Бюджетный кодекс Республики Казахстан от 04.12.2008 (раздел 12 «Государственные и гарантированные государством заимствование и долг, поручительство государства»).

ваності рішень у сфері бюджетної політики і створюватиме підґрунтя для вжиття адекватних заходів, спрямованих на попередження небезпечного зростання умовних зобов'язань.

Підсумовуючи, зазначимо, що методи регулювання державного боргу сформувалися завдяки гнучкій співпраці країн-дебіторів і країн-кредиторів за тривалий період світової боргової практики. Вони мають специфіку в кожній країні, що зумовлено відмінностями у рівні економічного розвитку, політичному устрої, економічній політиці уряду, чинному законодавстві, а також залежно від стадії економічного циклу. Зважаючи на прискорення темпів зростання державного боргу в Україні й посилення ризиків фінансової дестабілізації в умовах глобалізації на тлі уповільнення темпів економічного розвитку, вкрай важливим є вибір адекватних методів управління державним боргом України, що буде запропоновано у заключному розділі роботи.

### **5.5. БОРГОВА КРИЗА ТА ФІСКАЛЬНІ РЕФОРМИ В ЄВРОПЕЙСЬКОМУ ВАЛЮТНОМУ СОЮЗІ: ПОЛІТИКО-ЕКОНОМІЧНІ ПЕРЕДУМОВИ І ГЛОБАЛЬНІ НАСЛІДКИ**

Переростання глобальної фінансової кризи у кризу суверенного боргу розвинутих країн з особливо яскраво проявилось в Європейському валютному союзі. Прискіпливий аналіз продемонстрував спроби підтвердити внутрішню вразливість зон монетарної інтеграції до фіскальних шоків, а також вказати на нежиттєздатність єдиної європейської валюти в світлі глобальної монетарної конкуренції. Незважаючи на те, що остаточне врегулювання боргової кризи в окремих європейських країнах ще не завершено, структурні реформи в ЄС-ЄВС свідчить про чітку спрямованість на одночасне поєднання забезпечення фіскальної стійкості та гнучкості економік країн-членів. Оголошений у 2012 р. пакет реформ покликаний продемонструвати рішучі наміри зі створення макрофіскальних, структурних та інституціональних передумов для того, щоб механізм єдиної монетарної політики спирався на кращий фундамент боргової стійкості.

Утім, боргова криза в ЄВС не може розглядатися в традиційному спектрі аналізу ускладнень із суверенною платоспроможністю. Справа навіть не в тому, що події 2009–2012 рр. показали наявність фундаментальних ризиків макроекономічної стабільності, теоретично відомих ще з досвіду аналізу фіскальних детермінант краху більшості історично ві-

домих валютних союзів. Особливості теоретичного аналізу вразливості ЄВС до асиметрій у напрямках монетарної та фіскальної політики надають певні обставини.

По-перше, євро є і залишається реальною альтернативою долару США і, по суті, зберігає статус резервної валюти, а боргові зобов'язання країн – членів ЄВС є, відповідно, резервними активами. Це означає, що частка таких активів у глобальних портфелях вища, ніж питома вага ВВП країн-емітентів у глобальних обсягах виробництва. Природно, що значне зовнішнє володіння інструментами державного боргу країн – членів ЄВС змінює модальність функціонування боргового ринку.

По-друге, структура процентних ставок по інструментах у євро формується за принципом виключення валютного ризику. При цьому нівелювання валютного ризику посилило розрив між фундаментальним аналізом суверенної платоспроможності індивідуальних позичальників та фактичною динамікою спредів ще задовго до кризи. Надзапозичення в середовищі низьких процентних ставок можна вважати не тільки проблемою помилки ринків, але й урядів, які могли вдаватися до ризиковішої фіскальної політики.

По-третє, швидка фрагментація боргових ринків країн ЄВС за принципом «безпечні гавані» та «спекулятивний сегмент» є продовженням аналізу простору монетарної інтеграції на предмет фінансових дисбалансів і відповідності критеріям оптимальних валютних зон.

По-четверте, модель макроекономічної політики ЄС-ЄВС базувалася на принципі «жодних колективних зовнішніх вливань на випадок кризи» (від англ. – *no crisis bail-out*). Це означає, що деструктивні процеси в зоні євро розгортались одночасно з дискусіями про ступінь відповідності маастрихтської моделі макрополітики умовам, що склалися, підвищуючи ступінь невизначеності щодо майбутнього статусу євро, монетарного курсу ЄЦБ, членства окремих країн, втрат від процесу дезінтеграції чи величини пулу для формування пакета допомоги окремим країнам.

По-п'яте, готовність зберегти єдину валюту в умовах асиметричної втрати глобальної конкурентоспроможності окремих країн – членів ЄВС підвищила градус конфліктності між політикою внутрішньої девальвації та необхідною для стабілізації державного боргу фіскальною консолідацією. Поєднання заходів бюджетної економії зі зниженням зарплат та соціальних виплат функціонально подібні, але однаково неоднозначні щодо впливу на відновлення економічного зростання. Струк-

турна негнучкість, політико-економічні втрати програм консолідації державних фінансів та зовнішній тиск на валютний курс євро продемонстрували виникнення нових мотивів для спекулятивної активності.

По-шосте, боргова криза в ЄВС розгорталася під впливом надмірної зацикленості ринків на проблемі координації країн-учасниць саме завдяки тому, що політика ЄЦБ якісно відрізнялась (до започаткування програм підтримки ліквідності боргових інструментів Італії та Іспанії) від програм придбання урядових зобов'язань, які активно реалізовувалися ФРС, Банком Англії, Банком Японії, Ріксбанком тощо. Парадоксальний конфлікт між довгостроковою монетарною стабільністю та короткостроковою ліквідністю боргових ринків сфокусовано на резервних валютах/активах, що долучає до проблеми боргової стійкості країн ЄВС питання спотворених глобальних монетарних відносин.

Таким чином, боргова криза в окремих країнах зони євро не може стосуватися лише вияву недовіри до платоспроможності чи прояву неспроможності обслуговувати суверенні зобов'язання, а реформи макроекономічної політики в ЄВС, навіть якщо вони адресовані національному рівню реалізації фіскальної політики, не можуть не засвідчити процес пристосування інтеграційного об'єднання до нових реалій глобального оточення.

Іншим блоком проблем, які засвідчують неординарність ситуації довкола боргової кризи, є те, що вона відбувається в інтеграційному об'єднанні, формування якого з самого початку:

- містило ознаки сумнівності з погляду теорії оптимальних валютних зон, передусім у фіскальному аспекті (відсутність системи міжкраїнних трансфертів, покликаних полегшити пристосування окремих економік до специфічних асиметричних шоків в умовах відсутності валютних курсів, з одного боку, та невизначеність з приводу того, як відмінності у ВВП на одну особу повинні визначати відмінності в кількості і якості пропонованих суспільних благ й масштабів перерозподілу доходів, з другого);
- спиралося на достатньо розвинутий інституціональний механізм додержання критеріїв фіскальної конвергенції, який переріс у систему правил фіскальної політики (маастрихтські критерії фіскальної конвергенції стали складовою фіскальних правил ЄВС у рамках Пакту про стабільність і зростання (ПСЗ), але сама структура правил засвідчила відмінний, інший макроекономічний та інститу-

ціональний підхід порівняно з тим, який був закладений у договорі 1992 р. про запровадження євро у 1999 р.);

- не враховувало макрофінансових ризиків асиметричного перебування країн на різних стадіях реальної конвергенції (вигоди від функціонування спільної валюти в країнах із нижчими доходами на одну особу виводились із усунення проблеми інфляції та курсової нестабільності, що мало позитивно позначитись на процентних ставках і стимулювати інвестиції, при тому, що ризики асиметричних фінансових дисбалансів справді не дебатовались, зокрема, тому, що вони не були відомі економічній теорії інтеграційних процесів у такій формі, як зараз)<sup>258</sup>.

Кризі 2009–2011 рр. передувала низка тенденцій, які в підсумку визначили макрофінансовий профіль боргової нестабільності:

- відсутність фіскальної гомогенності;
- трансформація фіскальних критеріїв конвергенції в правила фіскальної політики інтеграційного об'єднання у спосіб, який не позначився на підвищенні боргової стійкості;
- поглиблення фінансових дисбалансів у розрізі країн-членів, які умовно можна поділити за принципом «Північ-Південь – Центр-Периферія»;
- відсутність кредитування останньої інстанції та брак механізмів розв'язання проблем типу криз ліквідності.

Так, як відомо, фіскальний аспект критеріїв конвергенції був передбачений Маастрихтським договором. З 1992 р. набуття членства в зоні євро (а також в Європейському механізмі валютних курсів II) передбачає, що загальний бюджетний дефіцит не повинен перевищувати 3 % ВВП, а державний борг – 60 % ВВП. Така специфікація найповнішою мірою відображала ідею про те, що дискреційна фіскальна політика повин-

<sup>258</sup> Неврахування відомих на сьогодні макрофінансових ризиків інтеграції країн, що перебувають на відмінних стадіях реальної конвергенції, справді є однією з причин формування саме тієї моделі макроекономічної політики ЄС-ЄВС, яка мала місце у 1990-х роках і зазнала істотних змін внаслідок реформ 2010–2012 рр. Детальніше про теоретичні аспекти цієї проблеми див.: *Козюк В. В.* Теорія оптимальних валютних зон у світлі глобальної фінансової кризи і ризиків дивергенції ЄВС / В. В. Козюк // *Економічна теорія*. – 2012. – № 4. – С. 56–71; *Pisani-Ferry J.* The Known Unknowns and Unknown Unknowns of EMU / J. Pisani-Ferry // *Bruegel Policy Contribution*. – 2012. – № 2012/18. – Р. 1–10; *Davras Z.* The Euro Crisis: Ten Roots, But Fewer Solutions / Z. Davras // *Bruegel Policy Contribution*. – 2012. – № 2012/17. – Р. 1–14.

на бути суттєво обмежена. Досягнення боргової стабільності та посилення спільності принципів побудови механізму фіскальної політики створюватиме надійні основи для функціонування валютного союзу<sup>259</sup>. В контексті рівня розривів у масштабах державної заборгованості та величинах бюджетних дефіцитів можна однозначно стверджувати, що маастрихтські фіскальні критерії видавалися нереалістичними, якщо взяти до уваги запровадження євро у 1999 р. Також визначення допустимої межі бюджетного дефіциту та державного боргу мало вигляд здійснюваного на основі медіанних значень по розвинутих країнах за тривалий період часу, а не відповідно до поточної фіскальної ситуації в ЄС. Ліміт у 3 % бюджетного дефіциту до ВВП і 60 % державного боргу до ВВП на момент заснування ЄВС та перехід на євро відображав майже середні арифметичні значення, але аж ніяк не медіанні в цілому по інтеграційній зоні. Дані табл. 5.14 наочно це демонструють.

Формування ЄВС та перехід на єдину європейську валюту допускала, що майже половина його членів не будуть відповідати фіскальним критеріям конвергенції. Також необхідність дотримання політики відповідності таким критеріям передбачала, що окремі країни мають розпочати агресивні програми фіскальної консолідації, або ж суттєво зменшити обсяг активів суспільного сектору економіки для зменшення величини державного боргу, якщо суттєвих змін у структурі публічних фінансів не вдасться досягти в короткостроковому періоді. Розрахунок на те, що в процесі функціонування єдиної валюти політика фіскальної конвергенції триватиме, був частково виправданий з огляду на те, що більшість країн, принаймні політично, засвідчили свою готовність іти шляхом гармонізації рівня боргового навантаження відповідно до погоджених принципів ефективної макроекономічної політики у валютному союзі<sup>260</sup>.

Високий рівень нагромадженого державного боргу та повільна фіскальна конвергенція породили дуже специфічну ситуацію, віддзеркаленням якої стало запровадження фіскальних правил в ЄВС, дизайн яких з макроекономічного погляду відхилився від логіки маастрихтських критеріїв. З одного боку, з позиції дизайну фіскальних правил, фіскальні

<sup>259</sup> Economic and Monetary Union. – Luxemburg: Office of Official Publications of European Communities, 1996. – 24 p.

<sup>260</sup> Усереднені значення маастрихтських критеріїв не спричинили жорсткого спротиву навіть серед маргінальних боржників, таких як Бельгія та Італія, засвідчуючи наявність певного єврооптимізму. Див.: Buitter W. Maastricht's Fiscal Rules / W. Buitter, G. Corsetti, N. Roubini // Economic Policy. – 1993. – Vol. 8, № 1. – P. 60–75.

Таблиця 5.14

**Фіскальна конвергенція в ЄВС до запровадження євро, % ВВП**

Країна	Бюджетний дефіцит			Державний борг		
	1991	1995	1998	1991	1995	1998
Австрія	2,6	2,6	2,3	58,7	69,0	64,7
Бельгія	6,5	4,1	1,7	129,4	133,7	118,1
Данія	2,1	1,6	1,1	64,6	71,9	59,5
Німеччина	3,3	3,5	2,5	41,5	58,1	61,2
Греція	11,5	9,1	2,2	92,3	111,8	107,7
Іспанія	4,9	6,6	2,2	45,8	65,7	67,4
Франція	2,2	4,8	2,9	35,8	52,8	58,1
Ірландія	2,3	2,0	-1,1	95,0	81,6	59,5
Італія	10,2	7,1	2,5	101,4	124,9	118,1
Люксембург	-1,9	-1,5	-1,0	4,2	6,0	7,1
Нідерланди	2,9	4,0	1,6	78,8	79,7	70,0
Португалія	6,7	5,1	2,2	71,1	71,7	60,0
Фінляндія	1,5	5,2	-0,3	23,0	59,2	53,6
Швеція	1,1	8,1	-0,5	53,0	78,7	74,1
Великобританія	2,6	5,8	0,6	35,7	54,1	52,3
ЄС-15	4,3	5,0	2,4	56,1	71,3	68,0
Критерій	3	3	3	60	60	60

Складено за даними ECB Convergence Report за відповідні роки [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.ecb.int](http://www.ecb.int).

критерії конвергенції є негнучкими і здебільшого зорієнтовані на контроль за дефіцитним зміщенням та гомогенністю фіскальних позицій. Інтелектуальне середовище напередодні запровадження євро чітко сформулювало два основних вектори трансформації маастрихтських критеріїв у фіскальні правила ЄВС. Пакт про стабільність і зростання (ПСЗ), ухвалений в Амстердамі 1997 р., із доповненнями 2005 р., засвідчив компроміс і з боку макроекономічної теорії, і з боку політики євроінтеграції. Макро-теоретичний та інституціональний аналіз ПСЗ відобразив наявність потенційних проблем у сфері фіскальної дисципліни в ЄВС, що в підсумку позначилося на підвищенні боргової вразливості багатьох країн – членів валютного союзу під час і після глобальної фінансової кризи.

По-перше, в умовах відсутності монетарних каналів пристосування до шоку фіскальна політика розглядається як найсуттєвіший механізм пом'якшення циклічних коливань. Поєднання децентралізованої гнуч-

кої фіскальної та централізованої жорсткої монетарної політики було визначено базовою моделлю мікс-політики в ЄВС, яка має істотні переваги. Теоретично припускалося, що якщо на фіскальну експансію накладені обмеження Маастрихтської угоди, то певна дозована гнучкість не загрожуватиме процесам економічної конвергенції, а навпаки, посилюватиме реальну та номінальну конвергенцію через згладжування ділових циклів у розрізі країн-членів<sup>261</sup>. Оскільки децентралізована гнучкість пов'язується з автоматичними стабілізаторами, а не масштабними дискреційними зміщеннями політики, то загрози для стабільності валютного союзу це не мало би становити<sup>262</sup>. Раніше погляд на проблему фіскальної дисципліни засвідчував більше категоричності щодо ролі збалансованих бюджетів у забезпеченні економічного зростання та макроекономічної стабільності в процесах євроінтеграції<sup>263</sup>. Певні зміни в уявленнях про оптимальну фіскальну політику чітко укорінилися наприкінці 1990-х років, внаслідок чого автоматичні стабілізатори та циклічний структурний баланс почали уявлятися як краща альтернатива жорсткому курсу на фіскальну дисципліну<sup>264</sup>. Прикметно, що наголосу на включенні фіскальної гомогенності в предметну царину аналізу відповідності ЄВС критеріям оптимальності валютної зони не робилось<sup>265</sup>, внаслідок чого автоматична стабілізація фіскальної політики неявно почала розглядатись як функціональне доповнення вирівнювання ділових циклів, що важливіше для номінальної та реальної конвергенції.

По-друге, вихід за межі жорсткості Маастрихтської угоди був потрібен з огляду на варіацію величини боргового тягаря в ЄС-ЄВС та зумовленість поточної політики минулим характером боргової експансії. Так, емпіричні дослідження чітко вказують, що поточна фіскальна політика

<sup>261</sup> Дискусію про це див.: *Schuknecht L.* EU Fiscal Rules: Issues and Lessons from Political Economy / L. Schuknecht // ECB Working Paper. – 2004. – № 421. – P. 1–34.

<sup>262</sup> *Marin J.* Sustainability of Public Finance and Automatic Stabilization Under A Rule of Budgetary Discipline / J. Marin // ECB Working Paper. – 2002. – № 193. – P. 1–36.

<sup>263</sup> Economic and Monetary Union. – Luxemburg : Office of Official Publications of European Communities, 1996. – 24 p.

<sup>264</sup> *Lima P., de.* Macroeconomic Policy and Economic Performance / P. de Lima, A. de Serres, M. Kennedy // OECD Economic Department Working Papers. – 2003. – № 353. – P. 58–63.

<sup>265</sup> *Mongelli F.* “New” Views on the Optimum Currency Area Theory: What Is EMU Telling Us! / F. Mongelli // ECB Working Paper. – 2002. – № 138. – P. 5–51; *Dorrucci E.* European Integration: What Lessons for Other Regions? The Case of Latin America / E. Dorrucci, S. Firpo // ECB Working Paper. – 2002. – № 185. – P. 5–50.



достатньо суворо лімітована минулим станом публічних фінансів і тягар відсоткових виплат є суттєвим фактором обмеження бюджетного маневру за допомогою первинного дефіциту<sup>266</sup>. Наявність у макромоделі ПСЗ середньострокових фіскальних цілей, до того ж виражених циклічно, чітко засвідчили відхилення критеріїв конвергенції у бік більш гнучких і складних фіскальних правил.

По-третє, макродизайн ПСЗ продемонстрував, що зміщення від пріоритету конвергенції до пріоритету гнучкості є певним продовженням лінії статусу-кво у сфері подальшого зближення економік валютного союзу. Як свідчать емпіричні дослідження, роль спільних факторів у поведінці бюджетного балансу в ЄС почала суттєво зростати з 1985 р., тоді як величина чистих запозичень доволі сильно варіює в процесі пристосування до специфічних шоків. Такі результати демонстрували, що посилення гомогенності у фіскальній політиці є похідним від синхронізації бізнес-циклів, а не конвергенції у сфері публічних фінансів<sup>267</sup>. Специфічні національні рамкові умови фіскальної дивергенції є не менш актуальними детермінантами відмінностей в траєкторіях бюджетного дефіциту та державного боргу, ніж асиметричні макроекономічні шоки<sup>268</sup>, що накладається на довгострокову поточну фіскальну політику, зумовлену минулим досвідом<sup>269</sup>. Однорідність реакції на спад за допомогою розширення бюджетного дефіциту є чіткіше вираженою, ніж симетрич-

---

<sup>266</sup> *Tujula M.* What Determines Fiscal Balances? An Empirical Investigation in Determinants of Changes in OECD Budget Balances / M. Tujula, G. Wolswijk // ECB Working Paper. – 2004. – № 424. – P. 3–40; *Ardagna S.* Fiscal Discipline and the Cost of Public Debt Service: Some Estimations for OECD Countries / S. Ardagna, F. Caselli, T. Lane // ECB Working Paper. – 2004. – № 411. – P. 3–36; *Caselli F.* Fiscal Discipline and the Cost of Public Debt Service / F. Caselli, A. Giovannini, T. Lane // Some Estimates for OECD Countries IMF Working Paper. – 1998. – № 55 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.imf.org](http://www.imf.org).

<sup>267</sup> *Bandt O., de.* Convergence of Fiscal Policies in the Euro Area / O. de Bandt, F. Mongelli // ECB Working Paper. – 2000. – № 20. – P. 5–28.

<sup>268</sup> Відмінності в інституціональних рамкових умовах фіскальної політики, включно з бюджетними процедурами, формують передумови для фіскальної дивергенції. Див.: *Strauch R.* Budgetary Forecasts in Europe – the Track Record of Stability and Convergence Programmes / R. Strauch, M. Hallerbrg, J. von Hagen // ECB Working Paper. – 2004. – № 307. – P. 3–45.

<sup>269</sup> *Tujula M.* What Determines Fiscal Balances? An Empirical Investigation in Determinants of Changes in OECD Budget Balances / M. Tujula, G. Wolswijk // ECB Working Paper. – 2004. – № 424. – P. 3–40.

ність в реакціях профіциту на економічне зростання<sup>270</sup>. Без додаткових застережень щодо позитивного сальдо бюджету в періоди буму та з широкими можливостями тлумачення виходу за рамки обмежень середньострокових фіскальних цілей фіскальні правила ЄВС слід визнати незбалансованими. Фактично це означає, що Пакт заклав формальні засади під таку макромодель фіскальної політики, яка допускає асиметричну автоматичну стабілізацію в розрізі ділового циклу. Наявність суперечливих питань та місць для бюрократичної полеміки відкрила шлях для асиметричного застосування примусу до фіскальної консолідації в розрізі країн. Унаслідок цього ПСЗ піддавався критиці практично одразу після свого впровадження<sup>271</sup> і, з позиції аналізу відповідності так званим К-Ш критеріям, має простір до удосконалення<sup>272</sup>.

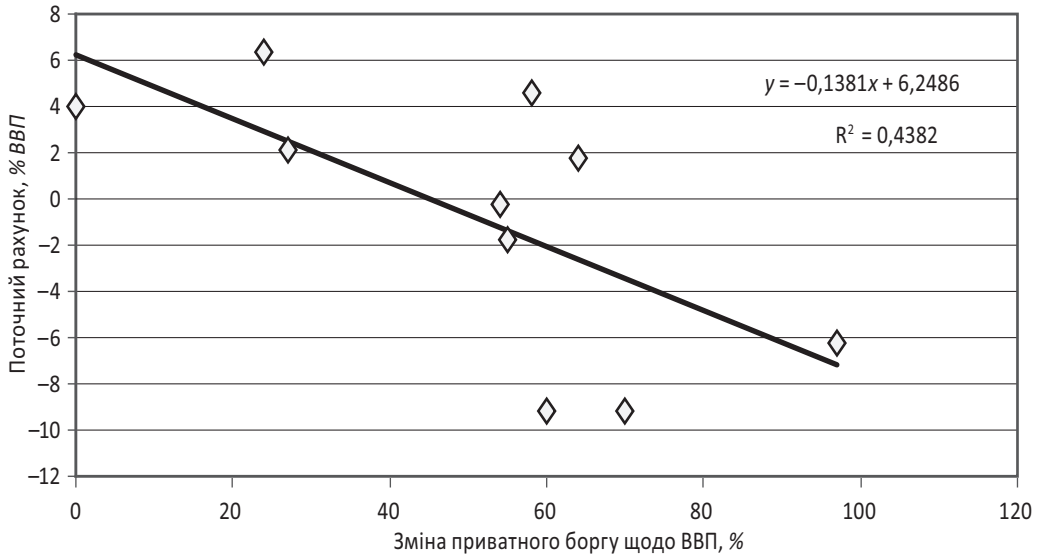
Нагромадження фінансових дисбалансів у зоні євро породило серйозну дискусію про те, чим спричинене генерування асиметрій в поведінці вартості активів, кредитних циклів та буму споживання в розрізі країн із відмінними доходами на одну особу – спільною монетарною політикою чи структурними факторами<sup>273</sup>. Рис. 5.4 демонструє наявність докризового зв'язку між зовнішніми та внутрішніми дисбалансами.

<sup>270</sup> Козюк В. В. Фіскальна політика в Європейському валютному союзі: проблеми автоматичної стабілізації та конвергенції / В. В. Козюк // Фінанси України. – 2006. – № 6. – С. 57–67.

<sup>271</sup> Критика Пакту здійснюється з макроекономічної та інституціональної позицій. Щодо першого, то достатньо критичні застереження стосовно його надмірної гнучкості наведені у таких працях: *Buti M.* Will the New Stability and Growth Pact Succeed? An Economic and Political Perspective / M. Buti // European Commission Economic Papers. – 2006. – № 241. – Р. 16–17; *Rui A.* The “New” Stability and Growth Pact: More Flexible, Less Stupid? / A. Rui, O. Afonso // Intereconomics. – 2007. – Vol. 42, № 4. – Р. 224; *Verde A.* The Old and the New Stability and Growth Pact along with the Main Proposals for Its Reforms: An Assessment / A. Verde // Transition Studies Review 13. – 2006. – № 3. – Р. 484; *Fischer J.* 101 Proposals to reform the Stability and Growth Pact. Why so Many? A Survey / J. Fischer, L. Jonung, M. Larch // European Commission Economic Papers. – 2006. – № 267. – Р. 4–21.

<sup>272</sup> Аналіз відповідності Пакту про стабільність і зростання К-Ш критеріям засвідчує наявність істотних проблем. У першому наближенні Пакт не відповідає таким критеріям. Див.: *The Impact of Fiscal Rules on Public Finance / W. Marneffe, B. van Aarle, W. van der Wielen, L. Vereeck* // Theory and Empirical Evidence for the Euro Area. – Р. 13–15.

<sup>273</sup> *Mongelli F. P.* The Mutating Euro Area Crisis. Is the Balance Between “Sceptics” and “Advocates” Shifting? / F. P. Mongelli // ECB Occasional Paper. – 2013. – № 144. – 41 р.



**Рис. 5.4. Зв'язок між внутрішніми та зовнішніми дисбалансами в ЄС**

Складено за: *Cecchetti S. The Real Effects of Debt / S. Cecchetti, M. Mohantray, F. Zampolli // Symposium for Achieving Maximum Long-Run Growth Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 25–27 Aug. 2011. – P. 23–25; Wold Economic Outlook. – Wash., D.C. : IMF, 2010. – P. 181.*

З теоретичного боку, зв'язок між фінансовими дисбалансами та суверенною платоспроможністю не був настільки чітко окреслений до кризи державного боргу в окремих країнах так званої периферії зони євро. Для пояснення цього зв'язку слід взяти до уваги такі чинники.

- А) Втрата конкурентоспроможності. Так, якщо витрати на одиницю фактора праці у 2003 р. прийняти за 100, то на 2007 р. вони становили для Німеччини – 96, Франції – 107, Греції – 114, Іспанії – 115, Італії – 118, Ірландії – 125, на 2008 р. – 100, 113, 120, 122, 125 та 135, на 2009 р. – 103, 116, 125, 124, 124, 132, на 2010 р. – 102, 115, 124, 122, 123, 121, на 2011 р. – 103, 119, 123, 121, 127, 120<sup>274</sup> відповідно. Тобто процес розкручування спіралі фінансових дисбалансів су-

<sup>274</sup> *Boone P. The European Crisis Deepens / P. Boone, S. Johnson // Institute for International Economics Policy Brief. – 2012. – PB12-4. – P. 6; De Lucia C. The Eurozone: An Optimal Currency Area? / C. De Lucia // Conjoncture. – 2011. – March. – P. 10.* Ранні дослідження також вказують на аналогічну проблему. Див.: *Grauwe P, de. The Euro at Ten: Achievements and Challenges / P. de Grauwe // Empirica. Springer Science+Business Media: 2008. – 16 p.*

проводжувався різкими змінами у відносних витратах на оплату праці. Повернення таких витрат на рівноважну траєкторію стає контрадикторним щодо спроможності нести тягар нагромадженого боргу приватним сектором.

- Б) Зростання державного боргу внаслідок фінансових криз. Останні дослідження реакції фіскальної політики на фінансові кризи є однозначними з приводу зростання державного боргу внаслідок реалізації програм допомоги фінансовому сектору. Експансія кредиту погіршує якість банківських активів, внаслідок чого посткризова рекапіталізація банків завершується різким стрибком державного боргу<sup>275</sup>.
- В) Відсутність механізму корекції курсу. Спільна монетарна політика не передбачає доступності зміни валютного курсу у відповідь на погіршення зовнішньої конкурентоспроможності. Корекція платіжних балансів унаслідок зростання витрат на оплату праці та експансії кредиту не може відбутися на підставі зміни номінального валютного курсу, а потребує змін у внутрішній абсорбції<sup>276</sup>, що стає поштовхом до втрати ВВП у реальному вимірі і погіршення співвідношення боргу й валового внутрішнього продукту.
- Г) Недооцінений зв'язок між фіскальною стійкістю та фінансовою стабільністю банківського сектору. Висока чутливість стабільності у банківському секторі до поведінки спредів за борговими інструментами низки країн ЄВС продемонструвала як вразливість до ризиків володіння такими інструментами, так і здатність ринків спекулювати з приводу спроможності урядів надавати підтримку банкам, стан яких ускладнюється внаслідок того, що фіскальна

<sup>275</sup> *Frydl E.* The Length and Costs of Banking Crises / E. Frydl // IMF Working Paper. – 1999. – WP/99/30. – P. 1–36; *Laeven L.* Systemic Banking Crises: a New Database / L. Laeven, F. Valencia // IMF Working Paper. – 2008. – WP/08/224. – P. 1–46; *Rogoff K.* The Aftermath of Financial Crisis / K. Rogoff, C. Reinhart // NBER Working Paper. – 2009. – № 14587. – P. 1–38; *Reinhart C.* Debt Overhangs: Past and Present / C. Reinhart, V. Reinhart, K. Rogoff // NBER Working Paper. – 2012. – № 18015. – P. 1–29; *Baldacci E.* How Effective is Fiscal Policy Response in Systemic Banking Crisis / E. Baldacci, R. Gupta, C. Mulas-Granados // IMF Working Paper. – 2009. – WP/09/160. – P. 1–39; *Baldacci E.* Restoring Debt Sustainability After Crisis: Implications for the Fiscal Mix / E. Baldacci, R. Gupta, C. Mulas-Granados // IMF Working Paper. – 2010. – WP/10/232. – P. 1–36.

<sup>276</sup> *Maurel M.* Keynesian and Austrian Perspectives on Crisis, Shock Adjustment, Exchange Rate Regime and (Long-Term) Growth / M. Maurel, G. Schnabl // GFinM Working Papers on Global Financial Markets. – 2011. – № 18. – P. 1–24.

стійкість країн, де вони функціонують, уже погіршилася. По суті, розгортання боргової та банківської кризи в ЄВС у 2010–2012 рр. продемонструвало, що ринки доволі чітко усвідомлюють взаємозалежність між спроможністю урядів надавати фінансову допомогу банкам і готовністю банків підтримувати ліквідність боргових інструментів країн, щодо фіскальної стійкості яких виникають сумніви саме в світлі неможливості відновити конкурентоспроможність за допомогою зміни валютного курсу і неоднозначного впливу програм економії на динаміку державного боргу в короткостроковому періоді.

Відсутність механізмів підтримання ліквідності ринків державного боргу, зокрема жорсткі інституціональні обмеження на виконання ЄЦБ ролі кредитора останньої інстанції, істотно вплинули на розгортання кризових процесів у зоні євро. Із самого початку дизайн макроекономічної політики ЄС-ЄВС виключав принцип централізованого втручання у розв'язання фіскальних проблем країн-учасниць. Маастрихтські критерії в сукупності з чітко прописаним мандатом та високим рівнем інституціонального захисту незалежності ЄЦБ розглядались як принципові інгібітори фінансової нестабільності, покликані нейтралізувати причини, що її викликають, – експансивну макроекономічну політику. Особливий наголос на тому, що централізована допомога не може надаватися для розв'язання фіскальних проблем, робився також з міркувань того, що це повинно сприйматись як стимул до фіскальної дисципліни та відповідальності. Запобігання моральному ризику в системі реалізації спільної монетарної політики видавалося пріоритетнішим і при цьому простішим способом створення прозорих принципів макроекономічного менеджменту. Одночасно виключались вірогідність настання боргових криз і можливі механізми врегулювання боргових проблем.

Проте насправді швидко з'ясувалося, що згадана модель макроекономічної політики не відповідає потребам урегулювання криз ліквідності, які генеруються спекуляціями щодо структурної негнучкості економіки. Також боргові проблеми в окремих країнах виникли не стільки через необачну фіскальну політику напередодні кризи, скільки внаслідок того, що збільшення державного боргу було зумовлено реалізацією програм порятунку банківського сектору, переобтяженого поганими боргами, котрі утворились у зв'язку з кредитним бумом попереднього періоду.

Іншим аспектом проблеми є взаємозв'язок спредів та кредитування останньої інстанції. До кризи стрімка компресія спредів вказувала на те,

що ринки явно переоцінюють відсутність суверенних і захоплені нівелюванням валютних ризиків. Після настання кризи та активізації негативних очікувань щодо каналу пристосування процесу макроекономічної адаптації до нових рівноважних умов, спреди почали надмірно розширюватися з огляду на те, що погіршення ліквідності у фінансовій системі в цілому, втрата ліквідності борговими паперами окремих суверенних позичальників та спекуляції щодо їхньої майбутньої платоспроможності почали підсилювати один одного. Відсутність кредитування останньої інстанції, на думку окремих економістів, є принциповою складовою того, чому боргова криза в деяких країнах ЄВС відбувалася з особливою гостротою<sup>277</sup>. Відсутність спільних євробондів, щодо яких ЄЦБ міг би бути кредитором останньої інстанції, похитнула позиції євро як резервної валюти, що також вплинуло на погіршення ліквідності боргових ринків окремих країн, на яких слабкий ефект домашнього зміщення каталізував додаткову волатильність, інспіровану коливаннями в структурі глобальних боргових портфелів.

Так, частка зовнішнього володіння борговими паперами країн-членів зони євро суттєво зростає за останнє десятиліття (табл. 5.15). Це

Таблиця 5.15

**Структура державного боргу розвинутих країн за типом кредитора, %**

Країна	Внутрішній борг		Зовнішній борг	
	1999	2009	1999	2009
Німеччина	65,1	47,0	34,9	53,0
Іспанія	73,2	54,8	26,8	45,2
Франція	72,0	32,1	28,0	67,9
Італія	66,3	57,2	33,7	42,8
Нідерланди	67,0	28,9	33,0	71,1
Зона євро	67,5	46,5	32,5	53,5
Японія	93,2	94,0	6,8	6,0
Великобританія	82,7	71,8	17,3	28,2
США	60,8	47,5	39,2	52,5

Джерело: *Rother Ph. The Benefits of Fiscal Consolidation in Uncharted Waters / Ph. Rother, L. Schuknecht, J. Starl // ECB Working Paper. – 2010. – № 121. – P. 23.*

<sup>277</sup> *Krugman P. Currency Regimes, Capital Flows, and Crises / P. Krugman // Paper (Mundell-Fleming Lecture) Presented at the 14th Jacques Polak Annual Research Conference Hosted by the IMF, Wash. (D.C.), Nov. 7–8, 2013. – P. 1–35.*

можна пояснити нівелюванням валютного ризику та посиленням сприйняття таких паперів як взаємозамінних. Однак разом зі зростанням частки нерезидентського володіння борговими інструментами підвищується ризик гіперреакції ринків на проблеми із ліквідністю, або, інакше кажучи, створення таких проблем стає ймовірнішим саме за значної частки зовнішнього володіння. Підтримка ліквідності цих інструментів каналами кредитування останньої інстанції можливе тільки шляхом монетарних акцій, які порушують принцип індивідуальної відповідальності за проблеми у сфері фіскальної політики. Можна зробити попередній висновок, що спільна валюта, усуваючи валютний ризик, не гарантує зниження ставок на перманентній основі, оскільки може з'явитися ризик, пов'язаний із негативними очікуваннями щодо ліквідності ринку та заблокованості каналів її ін'єкцій.

Однак, незважаючи на специфіку кризи в зоні євро, нагромадження державного боргу до і після неї вказувало на те, що ЄС-ЄВС не варто було розглядати як такі, котрі мають імунітет до боргової нестабільності. Як бачимо з рис. 5.5, фіскальна політика в країнах зони євро в цілому тривалий час демонструє контрциклічну спрямованість із асиметричною дією автоматичних стабілізаторів. На агрегованому рівні чітко вид-

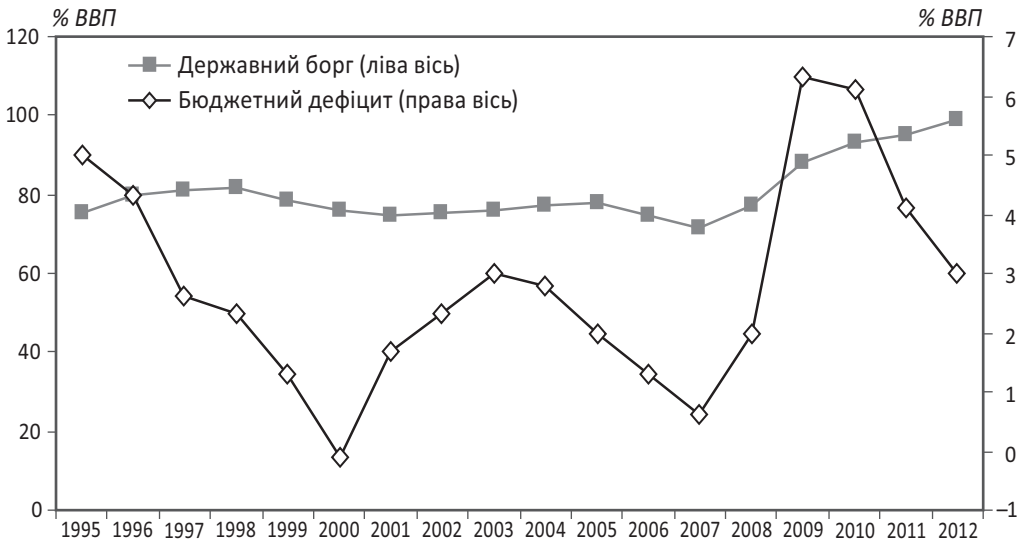


Рис. 5.5. Динаміка фіскальної позиції зони євро

Складено за даними ОЕСР [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.oecd.org](http://www.oecd.org) та ЄЦБ [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.ecb.int](http://www.ecb.int).

но, що за погіршенням балансу бюджету не відбувалося досягнення профіциту, яке би гарантувало зниження державного боргу. Успіхи у подоланні проблеми надмірних дефіцитів 1980-х – початку 1990-х років не були підкріплені аналогічним суттєвим зниженням державного боргу, навіть попри те, що окремі країни домоглися його зниження майже на 20 % ВВП (Бельгія та Італія).

Також з рис. 5.5 бачимо, що гнучкість фіскальної політики розглядалась як важлива складова компенсації втрачених монетарних механізмів макроекономічної стабілізації. Однак така гнучкість підтримувалася на рівні державного боргу, що в цілому по зоні євро був значно вищим за маастрихтський критерій у 60 % ВВП. При цьому, якщо у періоди значних реверсів бюджетного сальдо у бік балансу до кризи рівень державного боргу реагував зниженням, то після кризи підвищення його рівня виявилось таким, що значний реверс сальдо бюджету і понад двократне скорочення дефіциту з 2009 по 2012 р. не стабілізувало траєкторії нагромадження суверенної заборгованості. Така закономірність відображає швидкість примноження державних зобов'язань, і як це позначалося на зростанні відсоткового тягара.

Рис. 5.6 доволі красномовний у цьому сенсі. З 1996 по 2008 р. процентні виплати в країнах зони євро знижувалися попри те, що функція державного боргу демонструвала незначний зростаючий тренд. Аналогічні

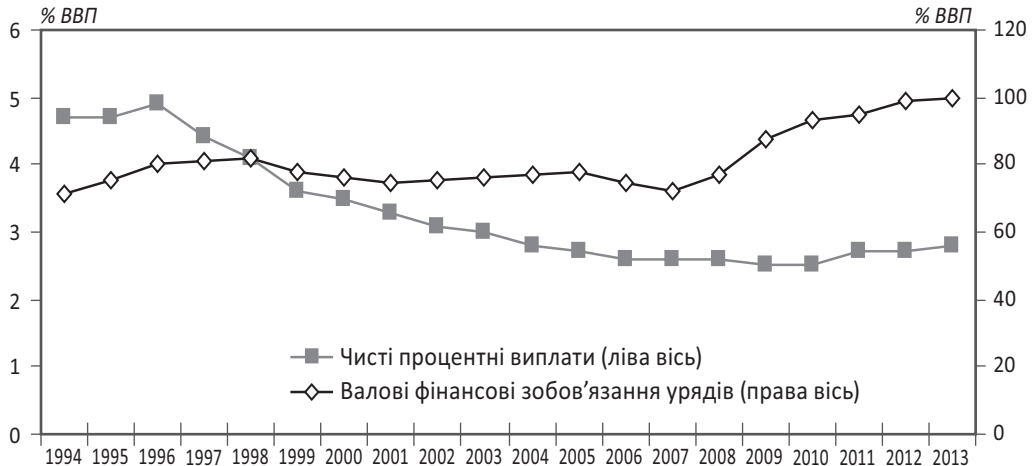


Рис. 5.6. Зміни боргового тягара в зоні євро

Складено за даними ОЕСР [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.oecd.org](http://www.oecd.org).



тенденції мали місце практично в усіх розвинутих країнах, засвідчуючи, що послаблення відсоткового тягара внаслідок зниження глобальних процентних ставок знищило мотивацію до скорочення державного боргу нижче за позначку у 60 %. Після 2008 р., з розгортанням кризи, внаслідок збільшення державного боргу, відсотковий тягар почав зростати, засвідчуючи підвищення суверенних ризиків та розширення спредів.

Водночас незначне зростання величини процентних виплат на агрегованому рівні країн – членів євросони приховує те, що ще до кризи фіскальна дивергенція заклала “міну уповільненої дії” в механізм забезпечення макроекономічної стабільності. Табл. 5.16 засвідчує, що поведінка державного боргу так званих старих членів ЄВС вкрай неоднорідна.

Як бачимо з даних табл. 5.16, практично неможливо ідентифікувати закономірність у поведінці державного боргу в розрізі згаданих країн. Можна лише побачити, що до початку глобальної фінансової кризи тільки Люксембург, Ірландія, Фінляндія, Нідерланди та Іспанія виконували маастрихтський критерій у 60 % боргу ВВП. Австрія швидше наближалася до нього, Франція та Португалія – віддалялись, Італія, Греція та Бельгія поступово реалізовували програми зниження державного боргу, а Німеччина не демонструвала чіткої тенденції, скоріше засвідчуючи прихильність до стабілізаційної гнучкості. Однак вже з 2008 р. ситуація стрімко змінюється. Беручи до уваги відмінності в процесах реальної конвергенції, вразливість до нагромаджених фінансових дисбалансів,

Таблиця 5.16

**Динаміка державного боргу в зоні євро, % ВВП**

Країна	2002	2004	2006	2008	2010	2012
Німеччина	62,5	69,3	67,9	66,7	83,2	78,9
Франція	67,5	74,1	76,0	73,0	91,2	100,1
Італія	118,8	116,8	116,7	114,6	126,5	123,4
Іспанія	60,3	53,3	46,2	47,7	67,1	87,9
Нідерланди	60,2	61,9	54,5	64,8	70,6	81,0
Бельгія	108,3	98,3	91,6	92,9	100,0	103,1
Австрія	72,8	70,9	66,4	68,7	78,1	83,0
Фінляндія	49,5	51,5	45,6	40,4	57,6	59,1
Греція	119,2	113,3	113,4	115,4	142,8	153,2
Португалія	61,5	66,5	72,6	75,4	93,4	112,4
Ірландія	35,8	33,1	29,0	49,5	98,4	121,6
Люксембург	12,2	14,0	11,5	18,3	24,7	26,0

Складено В. Козюком за даними ОЕСР [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.oecd.org](http://www.oecd.org).

траєкторію державного боргу та структурну гнучкість, можна виокремити такі групи:

- група, що постраждала від передуючого кризи фінансового буму, де мала місце швидка реальна конвергенція. До цієї групи входять Ірландія, Іспанія, Португалія та Греція. Перших дві проводили доволі адекватну політику зниження державного боргу та підтримання значного профіциту бюджету, але їхній структурний баланс був у негативній зоні, маскуючи за експансією ринку активів структурну вразливість. Других дві вже були переобтяжені боргами до кризи. В кожній з цих країн саме суттєві проблеми у фінансовому секторі вплинули на швидке зростання державного боргу, за винятком Греції, де це зумовлювалося неспроможністю втримати сальдо бюджету в належних рамках;
- група традиційних боржників, що складається з Італії та Бельгії. В цих країнах спостерігалось незначне зростання державного боргу внаслідок того, що він вже був на високому рівні. При цьому Італія від кризи постраждала набагато більше з огляду на чіткіше виражену структурну негнучкість та інституціональну слабкість. Стрімке нагромадження державного боргу Францією зближує її з цією групою, хоча вона не може належати до неї повною мірою;
- група структурного меркантилізму, або традиційних експортерів ЄС, до якої входять Німеччина, Нідерланди, Фінляндія, Австрія, де відбулося зростання державного боргу в істотних обсягах, але воно не зумовило суттєвого занепокоєння ринків, а, скоріше, навпаки. Боргові папери цих країн більше розглядаються як «безпечні гавані». Специфікою групи є те, що саме її представники не зазнали зниження глобальної конкурентоспроможності, незважаючи на ознаки внутрішніх фінансових дисбалансів в Нідерландах та Фінляндії. Гнучкі, інноваційні та експортоорієнтовані економіки цих країн постраждали від кризи, але саме вони розглядаються як такі, що можуть швидко адаптуватися до нових рівноважних умов. Частково до цієї групи можна віднести Люксембург, де державний борг подвоївся, але і до, і після кризи він залишився на невисокому рівні.

Рис. 5.7–5.8 переконливо доводять, що спроможність країни нагромаджувати державний борг задля реалізації фіскальною політикою стабілізаційної місії суттєво залежить від його попереднього рівня.

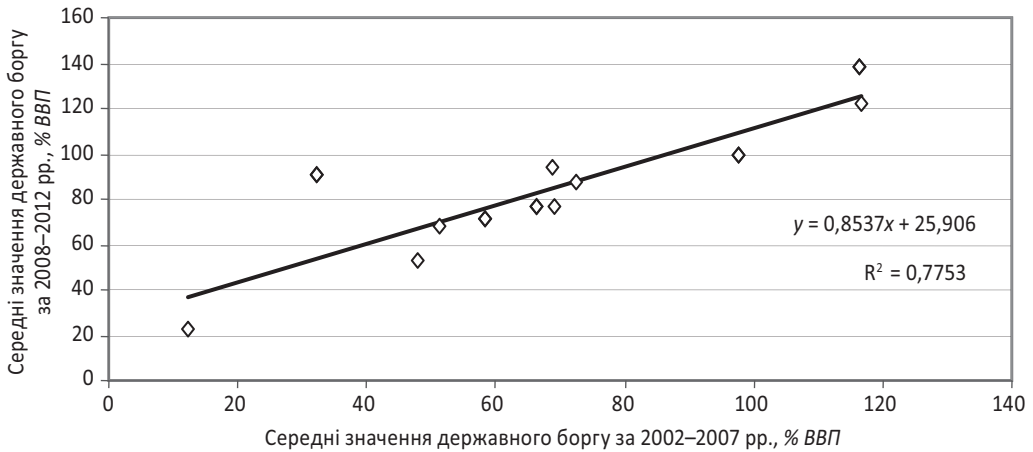


Рис. 5.7. Державний борг країн – членів зони євро

Джерело: побудовано за даними ОЕСР [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.oecd.org](http://www.oecd.org).

Так, на рис. 5.7 кут нахилу лінійної апроксимуючої функції є меншим за кут нахилу бісектриси (коефіцієнт еластичності біля вісі X нижчий за 1). Інакше кажучи, чим більшим виявився борговий тягар до кризи, тим меншими були можливості його збільшення після неї. Рис. 5.8 уточнює картину. Чим більше показник боргу до ВВП відхиляється у вищий бік



Рис. 5.8. Борговий тягар до кризи та можливості фіскального маневру після, «старі члени» зони євро без Люксембургу

Складено за даними ОЕСР [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.oecd.org](http://www.oecd.org).

від 60 %, тим менше країна спроможна підтримувати подальшу боргову експансію. Якщо ж країна її продовжує, то ризики боргової кризи стають очевидними. Цей висновок повністю збігається з теоретичними висновками про те, що оптимальна фіскальна політика повинна забезпечувати місце для маневру таким чином, щоб нові запозичення користувалися довірою. Без суттєвого зниження державного боргу в Ірландії та Іспанії до 2008 р. фінансові проблеми у банківському секторі з майже двократним зростанням державного боргу у них за період 2008–2012 рр. призвели би до макрофінансового колапсу. Кожна з цих країн, особливо Іспанія, зазнала глибокої кризи ліквідності за рівня боргу ВВП, який не викликав занепокоєння щодо інших країн. Збільшення державного боргу з позиції вже високого його рівня посилює вірогідність кризи. Приклад Греції демонструє, що недовіра до фіскальної політики навряд чи може бути компенсована кредитуванням останньої інстанції.<sup>278</sup>

Інакше кажучи, для боргової кризи ЄВС було достатньо фіскальних підстав. Система фіскальних правил ЄВС не передбачала імперативу зменшення державного боргу нижче за критерій оцінки боргової ста-

<sup>278</sup> П. Кругман веде мову про так звану грецьку боргову кризу, під якою він розуміє кризу публічних фінансів в країні, що втратила конкурентоспроможність, але не може її відновити через відсутність курсової гнучкості. Див.: *Krugman P. Currency Regimes, Capital Flows, and Crises / P. Krugman // Paper (Mundell-Fleming Lecture) Presented at the 14<sup>th</sup> Jacques Polak Annual Research Conference Hosted by the IMF, Wash. (D.C.), Nov. 7–8, 2013. – P. 1–35.* Утім, можна висловити скептицизм стосовно того, що такі країни, як Греція, можуть дозволити собі кредитування останньої інстанції в моменти кризи суверенної ліквідності без швидкого підвищення номінальних ставок. Інфляційні очікування таких дій не вирішили би питання боргових ринків, а додали макроекономічній політиці додаткових проблем. П. Кругман наводить різницю спредів Данії та Фінляндії на користь того, що суверенна монетарна політика може покращити ситуацію з борговою стійкістю в кризові моменти. Однак він не врахував інших факторів, таких як гнучкість економіки, стадія реальної конвергенції та якість інститутів. Довіра до центробанку також важлива. Тобто проблеми зі спредами слід шукати не у спільній монетарній політиці, а в тому, що вона виявилася вразливою до боргових криз, низька ймовірність яких була ключовою домінантою її дизайну. Роль ЄЦБ як кредитора останньої інстанції змінила ситуацію, хоча й засвідчила, що монетарна політика в зоні євро повинна спиратися на механізми, за допомогою яких можуть розв'язуватися боргові проблеми без виходу союзними центробанками за межі однозначного трактування його мандату.

більшості задля того, щоб в моменти шоку стабілізаційні дії користувались довірою, а необхідність фіскальної консолідації не припадала на період рецесії. Однак це не означає, що специфіка ЄВС як інтеграційного об'єднання в сукупності з іншими факторами поведінки глобальних інвесторів не вплинула на глибину кризи.

Фрагментація боргових ринків країн-учасниць підкреслила вразливість фіскальної політики до трансформації моделі оцінювання суверенних ризиків позичальників, щодо яких можуть виникнути спекуляції проти структурної негнучкості. Наприклад, Р. де Сантіс зазначає, що спреди зросли навіть для країн із хорошими фундаментальними показниками боргової стійкості, а для країн, що наразилися на проблему втрати глобальної конкурентоспроможності, стрибок спредів породив неспроможність нормалізувати рефінансування боргових зобов'язань. На відміну від П. Кругмана, який пов'язує драматичне підвищення спредів навіть для країн зі стриманою фіскальною політикою з відсутністю механізму кредитування останньої інстанції<sup>279</sup>, Р. де Сантіс виокремлює три ключові детермінанти формування дохідності по суверенних боргових інструментах: агрегований ризик (монетарна політика, глобальна невизначеність, ставлення до ризику); специфічний країнний ризик (вірогідність настання дефолту, характер фінансування дефіцитів, стан ліквідності боргових ринків); ризик фінансової інфекції. Він стверджує, що поділ на «тихі гавані», «країни Півдня» та «решта» багато в чому спирався на ступінь довіри до фіскальної політики, який є наслідком більш комплексної оцінки пристосування економіки до шоку, аніж винятково аналізу поточного рівня державного боргу. При цьому ставлення до ризику, невизначеність та фінансова інфекція є не менш важливими факторами дивергенції боргових ринків та подальшої дестабілізації ЄВС<sup>280</sup>.

Спекулятивний момент та взаємне підсилення боргової та банківської кризи суттєво вплинули на перебіг макрофінансової дестабілізації зони євро. Незважаючи на те, що фіскальних підстав для цього також було достатньо, проблема довіри до євро як до резервної валюти

<sup>279</sup> *Krugman P. Currency Regimes, Capital Flows, and Crises / P. Krugman // Paper (Mundell-Fleming Lecture) Presented at the 14<sup>th</sup> Jacques Polak Annual Research Conference Hosted by the IMF, Wash. (D.C.), Nov. 7–8, 2013. – P. 1–35.*

<sup>280</sup> *De Santis R. The Euro Area Sovereign Debt Crisis: Save Havens, Credit Rating Agencies and the Spread of the Fever from Greece, Ireland and Portugal / R. De Santis // ECB Working Paper. – 2012. – № 1419. – P. 1–61.*

Таблиця 5.17

**Динаміка структури глобальних валютних резервів, %**

Валюта	2001	2003	2005	2007	2008	2009	2010	2011
Долар США	71,5	65,9	66,9	64,1	64,1	62,0	61,8	62,2
Японська єна	5,0	3,9	3,6	2,9	3,1	2,9	3,7	3,5
Фунт стерлінгів	2,7	2,8	3,6	4,7	4,0	4,2	3,9	3,8
Євро	19,2	25,2	24,1	26,3	26,4	27,7	26,0	25,0
Інші валюти	1,3	2,0	1,7	1,8	2,2	3,0	4,4	5,3

Джерело: IMF Annual Report. Appendix I. – Wash., D.C. : IMF, 2012. – Р. 6.

чи валюти, у якій деномінуються резервні активи, також далася взнаки. Табл. 5.17 дає змогу побачити, що зростання частки євро в глобальних валютних резервах тривало до 2009 р., після чого почало знижуватися. Попри те, що частка долара США також не повернулася на попередній рівень, частка «інших валют» майже подвоїлася, порівняно з докризовим періодом.

Наведені у табл. 5.17 дані наразі не вказують на глибокі структурні зміни у сфері глобальних монетарних відносин, але вони не можуть не віддзеркалювати підвищення конкуренції на ринку резервних валют. Фіскальний фактор такої конкуренції стає тим визначальнішим, чим більшою мірою ліквідність боргових інструментів може підтримуватися за рівня боргу, що значно перевищує той, який асоціюється з борговою стабільністю. Невипадково зміни в політиці ЄЦБ у 2012 р. стосовно пропозиції євроліквідності шляхом здійснення операцій аутрайт на боргових ринках окремих країн суттєво послабили спекулятивний тиск. У сукупності з реформами фіскальної політики в ЄС-ЄВС та поглибленням розуміння необхідності просування шляхом формування фіскального та банківського союзу гнучкіша політика ЄЦБ посилила макрофінансову стабільність. Проте послаблення напруженості у сфері євроліквідності не справило би такого глибокого впливу, якби не супроводжувалося програмами економії та інституціональними реформами Пакту про стабільність і зростання, засвідчуючи, що дестабілізація ЄВС зумовлювалася фіскальним фактором як таким, а також тим, що асиметрична боргова вразливість країн – членів зони монетарної інтеграції несумісна з позиціями євро як глобальної резервної валюти.

У 2012 р. після періоду нестабільності на ринках суверенних боргових зобов'язань Греції, Іспанії, Італії, Ірландії, Португалії та загального погіршення ситуації у сфері публічних фінансів практично більшості

країн ЄВС і погіршення очікувань щодо майбутнього євро розпочалася реформа валютного союзу. Вона складається з п'яти регуляторних змін, директиви та нового Договору. Основою реформи є редакція ПСЗ, відома як «фіскальний компакт» (гра слів, від англ. *compact* – угода, ущільнювач)<sup>281</sup>. Головне призначення реформи:

- підвищити ефективність механізмів забезпечення фіскальної дисципліни в ЄВС з огляду на те, що чинні до 2012 р. фіскальні правила не втримали ситуацію у сфері публічних фінансів під контролем;
- посилити централізацію контролю за публічними фінансами країн-членів шляхом як розширення повноважень Європейської Комісії, так і вдосконалення механізмів координації макроекономічної та структурної політики в інтеграційній зоні;
- відновити процес конвергенції, зокрема посилити її роль в системі фіскальних правил, що гарантувало б уникнення асиметрій та диспропорцій у сфері боргового навантаження в розрізі країн-учасниць;
- гарантувати суверенну платоспроможність та відновити довіру ринків до інституціональної моделі фіскальної політики, що дало би змогу подолати боргову кризу та розпочати складні процедури фіскальної консолідації в умовах стабілізації очікувань та послаблення тягаря рефінансування нагромаджених боргових зобов'язань;
- знизити напруження у сфері інституціональної взаємодії між учасниками валютного союзу та його керівними органами, а також раціоналізувати процедури запровадження санкцій за невиконання взятих зобов'язань.

У першому наближенні бачимо, що ПСЗ та «фіскальний компакт» спираються на одну й ту саму макроекономічну модель, що передбачає трактування маастрихтських критеріїв як базових обмежувачів фіскальної політики, допустимість стабілізаційної гнучкості в межах ділового циклу. Однак в контексті забезпечення фіскальної дисципліни, примусу до виконання правил та механізму повернення до базового боргового ліміту Пакт у редакції 2005 р. та «фіскальний компакт» відрізняються (табл. 5.18).

Як впливає з узагальнень, наведених у табл. 5.18, «фіскальний компакт» містить формальні та процедурні застереження щодо зниження державного боргу в разі, якщо він перевищує 60 % ВВП. Також, на відмі-

<sup>281</sup> *Barnes S. Europe's New Fiscal Rules / S. Barnes, D. Davidsson, L. Rawdonowicz // OECD Economics Department Working Paper. – 2012. – № 972. – P. 1–28.*

Таблиця 5.18

## Порівняння моделей фіскальних правил ЄС до і після реформи 2012 р.

Механізм примусу	Фіскальне правило до 2012 р.	Фіскальне правило після 2012 р.
Коректуючі заходи Пакту про стабільність і зростання	3 % до ВВП – бюджетний дефіцит загального уряду	Так само
	60 % до ВВП – валовий борг загального уряду	Так само
	–	Зменшення державного боргу в середньому на 1/20 величини, що перевищує 60 %, упродовж 3 років
Превентивні заходи Пакту про стабільність і зростання	Середньострокові фіскальні цілі структурного балансу бюджету загального уряду	Так само
	Покращання структурного бюджетного балансу на 0,5 % ВВП, якщо середньострокова фіскальна ціль не досягнута	Так само
	–	Бенчмаркінг зростання видатків відповідно до тренду ВВП
«Фіскальний компакт»	–	Структурний баланс бюджету загального уряду як середньострокова фіскальна ціль
	–	Покращання структурного балансу бюджету на 0,5 % ВВП, якщо середньострокова фіскальна ціль не досягнута

Джерело: *Barnes S. Europe's New Fiscal Rules / S. Barnes, D. Davidsson, L. Rawdonowicz // EOCED Economics Department Working Paper. – 2012. – № 972. – Р. 8.*



ну від Пакту, він не допускає первинного дефіциту, якщо державний борг перевищує 60 % ВВП. Імперативна вимога до зменшення державного боргу за таких обставин обмежує надмірну гнучкість Пакту, а також потребує відновлення лінії на конвергенцію та гомогенність в ЄВС. При цьому сама гнучкість допускається, але чим меншим є державний борг, тим вищу гнучкість може собі дозволити країна при проведенні фінансової політики.

Реформи Пакту про стабільність і зростання суттєво уточнюють найбільш слабкі процедурні та формальні нюанси інституціональної моделі фінансової політики, спонукаючи до вищої відповідальності та дисципліни. Модернізація Пакту охопила практично всі ключові його складові: застосування процедури щодо країн з надмірними дефіцитами, превентивних заходів, механізму примусу до виконання фінансових правил.

Швидша та зрозуміліша імплементація процедури щодо надмірних дефіцитів передбачає:

- застосування кількісних бенчмарків зниження державного боргу до ВВП у випадку, коли він перевищує 60 %, шляхом зменшення в середньому на одну двадцяту суми, що перевищує 60 %, упродовж наступних трьох років;
- зміну дефініції «виняткові обставини», які допускали відхилення від дотримання встановленої середньострокової фінансової цілі, на дефініцію «суворий економічний спад в зоні євро та ЄС», що дає змогу наочніше відстежувати підстави збільшення первинних дефіцитів;
- посилення наголосу на системі макроекономічного прогнозування при визначенні параметрів бюджетного дефіциту та середньострокових фінансових цілей, що враховує імпліцитні зобов'язання, вильнення коштів від пенсійної реформи, надмірні дисбаланси та потенційне зростання;
- вжиття заходів з корекції фінансової політики, в разі ідентифікації, протягом трьох місяців, порівняно з попереднім допуском вжиття заходів протягом півроку.

Чіткіші вимоги превентивних заходів передбачають:

- збереження специфічних середньострокових фінансових цілей країни в сукупності із заходами фінансової консолідації в обсягах 0,5 % ВВП, якщо такі цілі не досягаються, але бюджетні параметри

- повинні враховувати несподівані надходження та структурні реформи;
- встановлення бенчмарків щодо суттєвого відхилення від середньострокових фіскальних цілей на рівні 0,5 % ВВП у перший рік та 0,25 % – у другий з урахуванням несподіваних надходжень, коштів, що вивільняються від пенсійних реформ, коштів на подолання стихійних лих;
  - встановлення вищих бенчмарків при обрахунку середньострокових фіскальних цілей для країн, державний борг яких перевищує 60 % ВВП, або які визнаються такими, де державний борг становить очевидний ризик перебування на траєкторії стійкості;
  - обмеження часу активації процедури незгоди шістьма місяцями, що передбачає обов'язковий звіт Єврокомісії стосовно своїх рекомендацій Європейській раді. Якщо остання не бере до уваги такі рекомендації, то вони затверджуються простою більшістю голосів;
  - застосування бенчмарків у видатках бюджету. Виконання середньострокових фіскальних цілей передбачає визначення такої траєкторії видатків, зростання яких передбачено на рівні, що є нижчим за середньострокову траєкторію зростання потенційного ВВП, допоки середньострокові фіскальні цілі не будуть досягнуті. Однак такі видатки не повинні включати відсоткові платежі, видатки, пов'язані з проблемою безробіття, та кошти, що централізуються в бюджеті ЄС.

Підвищення ефективності системи примусу щодо бюджетної дисципліни в країнах – учасницях зони євро передбачає:

- застосування санкцій у вигляді 0,2 % ВВП депозиту, що приносить відсоток у разі, коли країна не спроможна вжити заходів відповідно до рекомендації Ради ЄС стосовно корекції суттєвого відхилення від середньострокових фіскальних цілей. Рішення Ради ЄС застосовувати таку санкцію ухвалюється на підставі правила оберненої кваліфікованої більшості. Внесення пропозицій щодо зміни рішення допускається на основі кваліфікованої більшості;
- застосування санкцій у вигляді 0, 2% ВВП депозиту, що не приносить відсотка у разі, коли попередня санкція вже застосовується, але Рада ЄС ідентифікує надмірні дефіцити, а незгода з рішенням щодо фіскальної корекції є вкрай серйозною;

- стягнення в сумі 0,2 % ВВП у разі, коли Рада ЄС вирішила, що країна не вживає жодних заходів для корекції надмірних дефіцитів. Депозит, що не приносить відсотка, конвертується в стягнення;
- надання Європейській комісії права розслідування випадків серйозних ознак можливого маніпулювання статистичними даними та застосування санкції у вигляді стягнення в сумі 0,2 % ВВП<sup>282</sup>.

Відповідно до нової моделі фіскальних правил ЄС більшість країн повинні розпочати процес корекції фіскальної політики, а окремі з них ще тривалий час будуть змушені підтримувати первинний профіцит для досягнення середньострокових фіскальних цілей (табл. 5.19).

Принциповою складовою інституціональних реформ фіскальної політики в ЄВС є запровадження вимоги щодо обов'язкової наявності правил фіскальної політики в національному законодавстві країн-членів, бажано конституційного характеру. Найбільш бажаними є фіскальні правила, які передбачають встановлення лімітів бюджетного дефіциту та державного боргу на рівні, нижчому за маастрихтські. Також фіскальні реформи в ЄС передбачають, що фіскальна політика на національному рівні повинна здійснюватися за принципом дисципліни. Досягнення фіскальної дисципліни в країнах-учасниках передбачається шляхом складних макроекономічних та структурних реформ, найвираженішою складовою яких є реформи інституціонального каркаса фіскальних політик, що передбачають: запровадження правил; заснування незалежних фіскальних агенцій; визначення процедур, що обмежують дискреційність бюджетної політики та підвищують відповідність системи планування, складення, затвердження та виконання бюджетів за принципами фіскальної дисципліни; централізацію фіскальних повноважень; перехід на середньострокове бюджетне планування<sup>283</sup>.

Включення до пакета фіскальних реформ імперативних вимог щодо запровадження жорстких національних фіскальних правил відображає складну інституціональну динаміку в Європейському Союзі, покликану засвідчити неухильність курсу на створення адекватних новим реаліям фіскальних рамкових умов функціонування єдиної валюти. Доповнення

<sup>282</sup> *Barnes S. Europe's New Fiscal Rules / S. Barnes, D. Davidsson, L. Rawdonowicz // OECD Economics Department Working Paper. – 2012. – № 972. – P. 7.*

<sup>283</sup> *Current Domestic Fiscal Frameworks Across the EU // Public Finance in EMU. EC. – 2010. – P. 73–80; Fiscal Rules, Independent Institutions and Medium-Term Budgetary Frameworks // EC Survey. – 2011. – P. 1–13; National Fiscal Frameworks // Evolving Budgetary Surveillance. EC. – 2010. – P. 98–115.*

Таблиця 5.19

## Макрофіскальні наслідки нових фіскальних правил ЄС, %

Країна	Поточний граничний термін корекції надмірних дефіцитів	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Австрія	2013	-	-	-	>	=	Борг	=	=	=	=	=	=	=
Бельгія	2012	3%	-	-	>	>	>	>	=	=	=	=	=	=
Естонія	-	-	-	-	=	=	=	=	=	Борг	=	Борг	=	=
Фінляндія	-	-	-	-	=	=	=	=	=	=	=	=	=	Борг
Франція	2013	3%	3%	-	>	>	=	=	=	=	=	=	=	=
Німеччина	2013	-	-	-	=	Борг	=	=	=	=	=	=	=	Борг
Греція	2014	3%	3%	3%	3%	Пер.	Пер.	=	=	=	=	=	=	=
Ірландія	2015	3%	3%	3%	3%	3%	Пер.	>	>	=	=	=	=	=
Італія	2012	3%	-	-	Пер.	Пер.	Борг	Борг	Борг	=	=	=	=	=
Люксембург	-	-	-	-	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=
Нідерланди	2013	3%	3%	-	>	Пер.	=	=	=	=	=	=	=	=
Португалія	2013	3%	3%	3%	3%	Пер.	Пер.	Пер.	Борг	=	=	=	=	=
Словаччина	2013	3%	3%	-	>	>	>	>	>	>	=	=	=	=
Словенія	2013	3%	3%	-	>	=	=	=	=	=	=	=	=	=
Іспанія	2013	3%	3%	3%	3%	Пер.	=	=	=	=	=	=	=	=
Чехія	2013	3%	-	-	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=
Данія	2013	-	3%	-	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=
Угорщина	2011	-	-	-	Пер.	Борг	=	=	=	=	=	=	=	=
Польща	2012	3%	-	-	>	>	=	=	=	=	=	=	=	=
Швеція	-	-	-	-	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=
Великобританія	2014	3%	3%	3%	3%	Пер.	>	>	=	=	=	=	=	=

Примітка: 3% – 3-відсотковий ліміт бюджетного дефіциту в рамках поточної процедури щодо надмірних дефіцитів; пер. – перехідне правило щодо зменшення державного боргу, що перевищує 60% ВВП; борг – перебування в стані активної процедури щодо зменшення державного боргу відповідно до вимог конвергенції; > – процес наблизення до виконання середньострокових фіскальних цілей; = – середньострокові фіскальні цілі досягнуті і підтримуються.

Джерело: *Barnes S. Europe's New Fiscal Rules / S. Barnes, D. Davidsson, L. Rawdonowicz // EОСD Economics Department Working Paper. – 2012. – № 972. – Р. 10.*

реформ на рівні ЄС змінами у законодавстві щодо макроекономічних аспектів фіскальної політики на рівні окремих країн також є не випадковим. Необхідність посилення рестрикційної спрямованості фіскальних правил на національному рівні диктується суперечливим досвідом імплементації Пакту про стабільність і зростання. Фрустрація маастрихтських принципів на угоду гнучкості та стабілізаційній ефективності в сукупності з бажанням компенсувати це дисципліною у сфері державного боргу створили складну систему інституціональних взаємодій між країнами-членами і керівними органами ЄС, які допускали серйозні асиметрії в тлумаченні підстав для виходу за встановлені фіскальні ліміти та застосування санкцій. Проблеми легітимності, що виникають із комплексом інституціональних важелів імплементації фіскальних правил у валютному союзі, повинні бути компенсованими національними рамковими умовами фіскальної політики.

Отже, якщо система союзних правил допускає прогалини із забезпечення фіскальної дисципліни та її додержання, то така система повинна бути доповнена вимогою щодо запровадження національних правил. Інституціональна модель фіскальних правил стає дворівневою, внаслідок чого відповідальність за їх виконання стає предметом моніторингу як на рівні ЄВС, так і на рівні окремих країн. Така прагматична реакція розробників фіскальних реформ ЄС засвідчує не стільки імпліцитне визнання провалу міжнародних підходів до побудови наднаціональних фіскальних правил, скільки пошук більш рельєфної моделі забезпечення дисципліни і відповідальності, що є віддзеркаленням глибини боргової кризи, якої зазнали країни ЄВС. Запровадження окремими країнами навіть жорсткіших правил, порівняно з маастрихтськими критеріями та ПСЗ, свідчить про наміри до посилення ролі самовідповідальності за макроекономічну, фінансову та боргову стабільність, навіть якщо вона породжує певні асиметрії в разі, коли інші країни схильні до більш опортуністичної поведінки. Боргова криза та виникнення ризику посилення сумнівів у майбутньому євро спонукають і надалі до активних дій із фіскальних реформ, цільовим орієнтиром яких є формування фіскального союзу.

## ВИСНОВКИ ДО РОЗДІЛУ 5

За результатами дослідження зовнішньоборгової ситуації у світі встановлено певні важливі тенденції, серед них:

- збереження та посилення залежності національних господарств в умовах глобалізації від зовнішнього фінансування, особливо в країнах з низьким та нижчим за середній рівнем доходів на одну особу (зокрема в Україні), що підсилюється такими факторами, як нестача власних ресурсів, дефіцитність державних бюджетів (незважаючи на масове проведення бюджетної консолідації після 2008 р.), нерівновага поточних платіжних балансів, неефективне використання залучених коштів, високий рівень корупції та брак структурних реформ;
- загальне зменшення буферних запасів ліквідності, необхідних для проведення антициклічної фінансової політики;
- наявність оберненої залежності між середньогруповим рівнем доходів на одну особу обраних для аналізу країн та а) середньою часткою державної заборгованості перед зовнішніми кредиторами, б) часткою боргу в іноземній валюті;
- наявність прямої залежності між середньогруповим рівнем доходів та а) часткою короткострокового боргу у зовнішньому борзі, б) часткою боргових цінних паперів у борговому портфелі країн;
- зменшення частки боргу, залученого за допомогою випуску боргових цінних паперів, на користь зростання частки кредитів у борговому портфелі переважної більшості досліджуваних країн унаслідок кризи 2008 р.;
- уповільнення темпів зростання частки боргу, номінованого в доларах США, у всіх групах країн внаслідок світової фінансової кризи та стрімке скорочення частки боргу, номінованої в євро, особливо після боргової кризи єврозони 2010 р.

Доведено, що на тлі світових тенденцій частка державного боргу в іноземній валюті та частка короткострокового боргу за первинним терміном погашення в нашій державі є надмірною, незважаючи на доволі помірний рівень зовнішнього державного боргу України (в номінальному вираженні та у відсотках ВВП), порівняно з досліджуваними країнами. Погіршують боргову ситуацію в Україні також нестабільність джерел рефінансування боргу, низькі буферні запаси ліквід-

ності та наявність значних умовних зобов'язань уряду, які за несприятливих умов світової кон'юнктури можуть перетворитися на прямі борги держави.

Існує безліч теорій, які розглядають фундаментальні причини виникнення боргових криз – макроекономічні дисбаланси, внутрішні чи зовнішні шоки, – водночас безпосередні причини фінансових криз залишаються малодослідженими і важкопередбачуваними. Незаперечним є той факт, що фінансові кризи часто виникають в результаті дії «ірраціональних» факторів, таких як раптові атаки на банки, поширення «ефектів зараження» чи зовнішніх ефектів між фінансовими ринками, роздування «бульбашок» цін на активи, кредитні буми та інші потрясіння на фінансових ринках.

Ще одним фактором, який ускладнює процес ідентифікації першопричин фінансової кризи, є тісний зв'язок між борговими кризами та раптовими зупинками потоків іноземного капіталу і валютними чи банківськими кризами (а також їх різними комбінаціями). Емпіричні дослідження, присвячені аналізу причин фінансових криз, стикаються з проблемами пропущених змінних, ендогенної природи криз й одночасного впливу. Хоча, наприклад, використання показника обсягу короткострокового (зовнішнього) боргу як індикатора наближення кризи може виявитися корисним, такий підхід не дає змоги виявити першопричини фінансової нестабільності.

Фінансово-економічна криза 2008 р. яскраво продемонструвала, що міжнародні фінансові ринки мають багатовекторний вплив у процесах виникнення, трансмісії та надання поштовху різним типам криз. Тому у моделях прогнозування криз широкого застосування дістали показники, які засвідчують ступінь міжнародних взаємозв'язків. Світова фінансова теорія та практика управління вказують на те, що до боргових криз у багатьох випадках призводять такі диспропорції у сфері державних фінансів:

1. Надмірно експансійна бюджетно-податкова політика (індикатором якої є значний дефіцит бюджету) збільшує потреби держави у залученні позичкових коштів, призводить до зростання процентних ставок за позиками та підвищує кредитні ризики для кредиторів держави і ризики рефінансування боргу для уряду.
2. Суттєве зростання умовних зобов'язань держави або вірогідність їх перекладення на державний бюджет збільшують ризики дефолту та інфляції для суб'єктів фінансового ринку і зумовлюють тиск

на валютний курс або породжують проблеми з рефінансуванням державного боргу для уряду.

3. *Значні обсяги державного короткострокового боргу та державного боргу в іноземній валюті* відіграють важливу роль при оцінюванні ризиків ліквідності і платоспроможності інвесторами. Вагомі диспропорції в структурі державного боргу за валютами чи термінами погашення можуть призводити до виникнення валютних і боргових криз на основі очікувань, які самореалізуються.

У процесі розгортання боргових, валютних криз і «раптових зупинок» важливе значення мають глобальні фактори. До їх числа часто відносять: погіршення умов торгівлі, різкі стрибки світових процентних ставок і цін на сировину. Загалом, при проведенні економічних досліджень виявлення зон вразливості стало більш-менш реалістичним завданням, однак проблема точного передбачення кризи та її часових меж залишилася нерозв'язаною.

Боргова криза є результатом поєднання і впливу об'єктивних передумов (зон вразливості), дії зовнішніх чи внутрішніх шоків (тригерів), помилок економічної політики і негативної реакції економічних агентів.

Оголошення дефолту часто ідентифікується як настання боргової кризи. На думку В. Клайна, ступінь виконання позичальником своїх зобов'язань перед кредиторами є функцією двох змінних: спроможності і бажання позичальника здійснювати боргові виплати. Боргова спроможність здебільшого визначається об'єктивними економічними умовами. Відношення державного боргу до ВВП і зовнішнього боргу до експорту товарів і послуг, рівень доходів на одну особу і темпи зростання національної економіки, рівень процентних ставок за позиками є основними детермінантами спроможності уряду виплачувати накопичені борги. Однак бажання позичальника виконувати свої боргові зобов'язання (на відміну від спроможності) є суб'єктивним явищем, на яке впливають ступінь популізму економічної політики, оцінка справедливості вилучення доходів на користь кредиторів та ін.

Наслідки боргових криз можна умовно розділити на наслідки макrorівня і наслідки мікрорівня. Після початку боргової кризи на макrorівні можливе розгортання таких негативних процесів: пригнічення інвестиційної діяльності, скорочення обсягів виробництва, зменшення обсягів експорту та імпорту, гальмування банківського кредитування, знижен-



ня рівня споживання, закриття доступу до міжнародного ринку позичкових капіталів.

Для держави оголошення дефолту з високою вірогідністю супроводжуватиметься такими наслідками на мікрорівні: заморожування майна держави за кордоном (золотовалютних резервів, будівель та рухомого майна державних установ тощо); застосування торговельних санкцій, обмежень і заборон на експорт; затримка перерахування експортної виручки іноземними банками.

Боргові кризи стають причиною суттєвого погіршення більшості макроекономічних і фінансових показників розвитку держави. При цьому характер і динаміка змін показників відрізняються залежно від глибини і чинників боргової кризи, однак спільною рисою всіх криз є скорочення обсягів виробництва та рівня споживання, пригнічення інвестиційної діяльності, гальмування активності на внутрішньому фінансовому ринку, низхідний тренд у обсягах кредитування і рівня цін на внутрішні активи, а також звуження чи повне закриття доступу до ресурсів міжнародного ринку капіталів. Д. Фуркері і А. Здзенічка з'ясували, що кризи суверенного боргу в короткостроковому періоді обертаються зменшенням реального ВВП на 6 в. п. Однак негативний вплив криз суверенного боргу проявляється і в середньостроковому періоді: сумарні втрати реального ВВП після восьми років з моменту розгортання боргової кризи оцінюються на рівні близько 10 в. п.

В останні десятиліття країнам з високим та середнім рівнем доходів вдалося досягти значних успіхів у напрямі підвищення ефективності управління державним боргом та суттєво покращити структуру боргових портфелів. Більшість цих країн почали використовувати сучасні методики прогнозування динаміки боргу та витрат на його обслуговування, а також удосконалені методики щодо оцінювання боргових ризиків з урахуванням факторів розгортання останніх фінансових криз. Серед інших тенденцій у сфері регулювання зовнішнього державного боргу – корекція цілей управління боргом та зміни у його організаційно-адміністративній системі.

Одним з найпоширеніших у світовій практиці методів відновлення боргової стійкості є метод бюджетної консолідації, що включає заходи політики, спрямовані на скорочення тягара заборгованості шляхом підвищення доходів та/або скорочення витрат державного бюджету.

Накопичений світовий досвід проведення бюджетної консолідації дає змогу виокремити декілька особливостей цього процесу, які сприяють її найвищій ефективності:

- з огляду на слабке економічне зростання на сьогодні, його підтримка є найпершим пріоритетом, при цьому боргова політика має поєднуватись з державною політикою, спрямованою на усунення глибинних структурних проблем в економіці, а також з адаптивною грошово-кредитною політикою;
- оскільки скорочення державного боргу потребує часу, бюджетна консолідація повинна бути зосереджена на довгострокових структурних змінах, чому мають сприяти бюджетні інститути, які підвищують прозорість і підзвітність бюджетного процесу;
- невелике зменшення заборгованості можливе навіть за відсутності значного економічного зростання;
- стимулювання дохідної частини бюджету під час проведення бюджетної консолідації справляє більш позитивний вплив на подолання боргової кризи, ніж зменшення витрат. Водночас значний ефект мають комбіновані фіскальні правила (тобто встановлення та поєднання цілей стосовно дохідної та видаткової частин бюджету);
- політика уряду (щодо консолідації) має бути чіткою та прозорою, лише так можна домогтися підтримки населення;
- успішна політика не може бути короткостроковою, однак, якщо за перші роки проведення консолідації не досягнуто жодних позитивних результатів, програма в цілому, ймовірно, виявиться неефективною;
- темпи коригування повинні відповідати стану економіки; якщо темпи економічного зростання є нижчими за очікувані, необхідно задіяти інструменти грошово-кредитної політики, а також скористатися дією автоматичних бюджетних стабілізаторів;
- заходи як щодо видатків бюджету, так і щодо доходів, справляють вагомий вплив на зайнятість та соціальну справедливість, що має враховуватися при проведенні бюджетної консолідації. Оптимальний ступінь прогресивності оподаткування та адресність соціальної допомоги населенню є необхідними для обмеження негативних соціальних наслідків. Активізація програм для підтримки розвитку ринку праці може сприяти підвищенню попиту і пропозиції робочої сили.

Узагальнення міжнародного досвіду регулювання державного боргу в країнах з високим та середнім рівнем доходів на одну особу дало можливість виявити та класифікувати найуспішніші заходи у цій сфері, які можуть бути враховані при удосконаленні боргової стратегії України. На особливу увагу заслуговують антикризові та попереджувальні заходи, інструменти покращання структури боргових портфелів, сучасні методи прогнозування динаміки боргу та оцінювання боргових ризиків з урахуванням факторів розгортання останніх фінансових криз, зміни в організаційно-адміністративній системі, методи відновлення стійкості боргової ситуації (зокрема, за рахунок бюджетної консолідації) тощо. Крім того, окремим напрямом боргової політики стало вдосконалення обліку умовних зобов'язань, що є вкрай актуальним для України.

# МЕХАНІЗМ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ СТІЙКОСТІ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ НА ОСНОВІ ДЕТІНІЗАЦІЇ ГРОШОВИХ ПОТОКІВ

## 6.1. ВДОСКОНАЛЕННЯ ПРУДЕНЦІЙНОГО НАГЛЯДУ ЩОДО ПРОЗОРОСТІ ГРОШОВИХ ПОТОКІВ БАНКІВ І СТРАХОВИКІВ ЯК ЗАСІБ ГАРАНТУВАННЯ СТІЙКОСТІ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ

Під час проведення досліджень ми керувались таким взаємозв'язком між макроекономічними показниками:

- зростання обсягів тіньової економічної діяльності негативно позначається на динаміці ВВП та доходів держбюджету — останні передусім знижуються за рахунок зменшення податкових платежів економічних суб'єктів;
- у результаті скорочення доходів бюджету у вигляді податкових платежів навіть за незмінних обсягів держвидатків зростає бюджетний дефіцит, а отже, і державний борг, призводячи до прискорення темпів нагромадження сукупного боргу;
- зростання заборгованості на тлі уповільнення офіційного ВВП негативно позначається на рівні боргової стійкості державних фінансів.

Оскільки банки та страхові компанії, виступаючи основними структурними ланками фінансової системи країни, одночасно є головними каналами відпливу частини грошової маси в тіньовий оборот, варто дослідити можливість розроблення загальнонаціональних нормативів прозорості грошових потоків банків і страховиків.

Одним із суттєвих недоліків вітчизняної системи державного регулювання є відсутність чітких стандартів щодо прозорості виконуваних операцій з грошовими коштами. Так, Закон України «Про запобігання та протидію легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, або фінансуванню тероризму» у ч. 2. ст. 11 «Управління ризиками» містить доволі розпливчате визначення: оцінювання ризиків суб'єктом первин-

ного фінансового моніторингу здійснюється за відповідними критеріями, зокрема за типом клієнта, географічним розташуванням країни реєстрації клієнта або установи, через яку він здійснює передачу (отримання) активів, і видом товарів та послуг, яке в подальшому не деталізується<sup>284</sup>. Одночасно у розділі III «Положення про здійснення фінансового моніторингу суб'єктами первинного фінансового моніторингу» (державне регулювання і нагляд за діяльністю яких здійснює Державна служба фінансового моніторингу України) зазначено, що «правила проведення фінансового моніторингу» (далі – Правила) – єдиний внутрішній документ суб'єкта, в якому суб'єкти самостійно визначають порядок класифікації клієнтів з урахуванням критеріїв ризику, визначених Держфінмоніторингом, і порядок вжиття застережних заходів щодо клієнтів, діяльність яких свідчить про підвищений ризик проведення ними таких операцій. Крім того, фінансові установи самостійно встановлюють і строки дії власних Правил з урахуванням змін у законодавстві з питань запобігання та протидії легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, або фінансуванню тероризму.

Натомість Закон України «Про запобігання та протидію легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, або фінансуванню тероризму» у ст. 16 дає значно чіткіше визначення ризиків, за якими передбачається необхідність посилення внутрішнього фінансового моніторингу для окремих операцій з грошовими активами, а саме:

- заплутаний або незвичний характер фінансової операції чи сукупності пов'язаних між собою фінансових операцій, що не мають очевидних економічного сенсу або законної мети;
- невідповідність фінансової операції характеру та змісту діяльності клієнта;
- виявлення фактів неодноразового проведення фінансових операцій, спрямованих на уникнення процедур обов'язкового фінансового моніторингу або ідентифікації, передбачених цим законом (зокрема дві чи більше фінансові операції, що проводяться клієнтом протягом одного робочого дня з однією особою та можуть бути пов'язані між собою, за умови, що їхня загальна сума дорівнює чи перевищує 150 тис. грн, а для суб'єктів господарювання, що проводять азартні ігри, – 13 тис. грн)<sup>285</sup>.

<sup>284</sup> Про запобігання та протидію легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, або фінансуванню тероризму : закон України від 28.11.2002 № 249-IV [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=249-15>.

<sup>285</sup> Там само.

Отже, з метою покращання державного регулювання за допомогою системи протидії тіншовим потокам фінансового сектору слід чітко встановити нормативні значення показників ризику операційної діяльності банків і страховиків. На нашу думку, необхідно здійснити розроблення нормативів двох типів:

1. Показники клієнтського ризику, які мають бути індикаторами необхідності здійснення внутрішнього фінансового моніторингу.
2. Показники ризику фінансової установи, що варто вважати індикаторами потреби в активізації нагляду з боку суб'єктів державного фінансового моніторингу.

Стосовно необхідності розроблення нормативів другого типу слід зазначити, що посилення державного фінансового моніторингу пов'язано зі зростанням додаткових державних витрат, економічна виправданість яких залежить від наслідків регуляторних дій для економіки. Ця обставина надає підстави для розроблення так званих нормативів прозорості фінансових операцій банків та СК, досягнення чи недосягнення яких впливатиме на ухвалення рішення щодо доцільності посилення чи послаблення регуляторних обмежень. Звичайно, система «нормативів прозорості» фінансових операцій безпосередньо пов'язана з результатами діяльності фінансових установ, оприлюднених у їхній фінансовій звітності.

Отримані у попередніх розділах монографії результати є основою для розроблення рекомендацій щодо активізації державного нагляду за операціями, виконуваними у банківській системі, а саме:

1. Доцільність підвищення частоти перевірок комерційних банків Національним банком України:
  - а) на 15 % для банків, які за рівнем чистого прибутку посідають перші 40 позицій рейтингу;
  - б) для решти банків слід посилити частоту заходів державного нагляду на 50 %.
2. Відомо (ст. 15 Закону України «Про запобігання та протидію легалізації (відмивання) доходів, одержаних злочинним шляхом, або фінансуванню тероризму»<sup>286</sup>), що банки повинні висвітлювати інформацію про операції, які перевищують суми 150 тис. грн, а за певних умов навіть відмовляти клієнтам у здійсненні таких плате-

<sup>286</sup> Про запобігання та протидію легалізації (відмивання) доходів, одержаних злочинним шляхом, або фінансуванню тероризму : закон України від 28.11.2002 № 249-IV [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=249-15>.

жів. Проте фактично банки не дотримуються цієї законодавчо закріпленої вимоги, однак новацію щодо підвищення цього порогу з 80 тис. грн ними було визнано позитивною. Враховуючи, що позитивна законодавча новація не спричинила значного підвищення рентабельності банківського капіталу, визначеної на підставі публічної інформації, вважаємо за необхідне встановити диференційований поріг для сум «сумнівних» фінансових операцій залежно від результативності банків:

- а) для високоприбуткових, що посідають перші 40 сходинок рейтингу не змінювати поріг у 150 тис. грн;
- б) для решти банків, чий прибуток не має тенденції до зростання, обмежити суми, які не підлягають обов'язковому фінансовому моніторингу, до рівня 85 тис. грн.

Межа у 85 тис. грн запропонована нами відповідно до ймовірності активізації нелегальної фінансової діяльності на рівні 43–45 %  $((1 - 0,44) \times 150 \text{ тис. грн} = 85 \text{ тис. грн})$ . Одночасно повернення до попереднього, майже половинного від чинного рівня обмеження максимальної суми фінансових операцій, що не підлягають моніторингу, можна пояснити необхідністю припинення такої сумнівної схеми фінансування тіньової економіки, як подрібнення певної суми та акумулювання платежів з різних банків протягом короткого проміжку часу. Досить часто шахраї використовують у подібних схемах невеликі за розміром банки, а тому врахування рейтингової позиції банку при удосконаленні державного нагляду за рухом грошових коштів є цілком логічним кроком. З огляду на те, що фінансовий результат є базою для визначення податку на прибуток – важливого джерела доходів держбюджету, застосування «прибуткового» інструменту протидії тіньовим фінансовим потокам може стати дієвим засобом легалізації діяльності комерційних банків. Адже з метою уникнення чималої кількості перевірок (оскільки для банків, чий рейтинг за чистим прибутком є нижчим за 40-ву позицію, пропонуємо збільшити вдвічі кількість заходів Нацбанку з перевірки банків із питань дотримання ними законодавства, що регулює відносини у сфері запобігання легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинних шляхом) банкам доведеться відобразити у публічній фінансовій звітності реальні результати своєї діяльності. Внаслідок цього зростатимуть податкові зобов'язання банків, а відтак, і доходи держбюджету, певна частина яких і може спрямовуватись на фінансування додаткових заходів з державного нагляду.

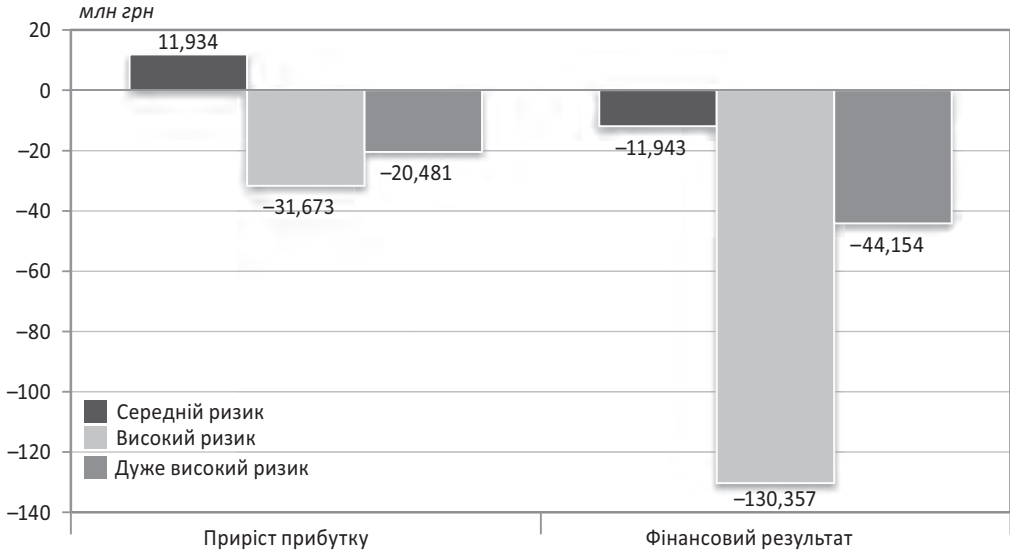
Поряд із урахуванням рейтингових позицій банків, вважаємо за доцільне встановити залежності між кількісними показниками їхньої роботи та рівнем ризику активізації нелегальної фінансової діяльності. З цією метою варто проаналізувати середній по кожній підгрупі рівень використання ресурсної бази та отримання економічного ефекту від неї, встановивши типові «профілі» фінансової діяльності залежно від прозорості економічної інформації. На рис. 6.1 наведено обсяги середніх по підгрупах показників чистого прибутку, його абсолютного щомісячного приросту, а також показників балансу, які визначають активи та пасиви комерційних банків. Як свідчать діаграми, наведені на рисунку, показники ризикової та високоризикової підгруп мають неістотні розбіжності, якими можна знехтувати.

Про доцільність об'єднання підгруп із високим та дуже високим ризиком активізації тіньової фінансової діяльності свідчать і майже однакові показники ймовірності активізації нелегальної діяльності. Подібне об'єднання, по суті, нами вже було виконано під час розроблення рекомендацій щодо удосконалення державного фінансового моніторингу відносно частоти перевірок та граничних сум фінансових операцій, які не викликають жодних підозр.

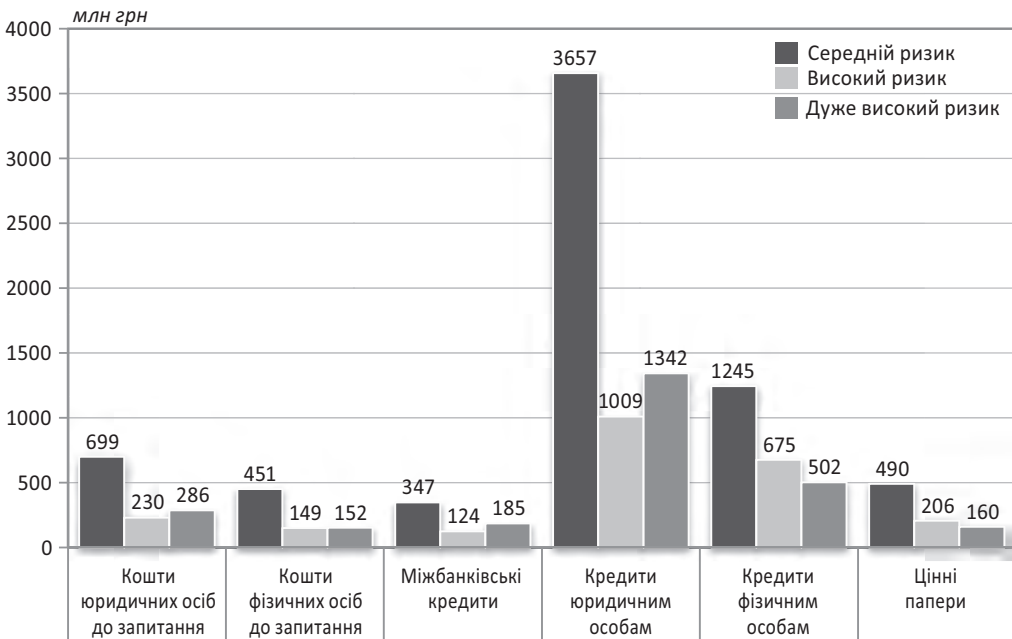
Згідно з діаграмою (рис. 6.1а), фінансова установа може працювати із помірним збитком, без недовіри стосовно підвищеного ризику участі у нелегальних фінансових потоках. Щоб не викликати підозр та активізації моніторингу фінансових потоків з боку НБУ та інших суб'єктів державного фінансового моніторингу, банку щомісяця слід показувати в офіційній звітності збиток (а краще прибуток) на рівні 12 млн грн  $\pm$  10 млн грн. Довірчий інтервал у 10 млн грн розраховано на підставі обсягу підгрупи у 3229 спостережень, 5-відсоткової ймовірності помилки та стандартного відхилення по підгрупі у 283,7 млн грн. При цьому банк має демонструвати щорічне зростання прибутку, або ж скорочення збитку на 12 млн грн  $\pm$  7,8 млн грн. Звичайно, за сучасних умов нестабільності макроекономічної ситуації в країні та світі дотриматись таких показників вкрай складно. Особливо це стосується банків з іноземним капіталом.

Проте встановлені результати варто рекомендувати як цільові показники для стратегічного фінансового планування та розроблення внутрішніх систем фінансового моніторингу у банках. У зв'язку із ускладненнями щодо стабільної підтримки досить високих нормативів обсягів чистого прибутку та підтримки його щомісячної динаміки вважаємо за доцільне визначити критеріальні межі для активізації державного нагляду на підставі об'єднаних ризикової та високоризикової підгруп.





а



б

**Рис. 6.1. Середні значення фінансових результатів (а) та складових активів і пасивів комерційних банків (б), обчислених для підгруп із різним рівнем ризику причетності до нелегальних операцій**

Складено авторами.

У подальшому таку об'єднану сукупність спостережень (майже 30 % вибірки  $[(542 + 406) / 3229]$ ) будемо називати підгрупою з підвищеним ризиком, а для оцінювання з фінансового погляду її нормоутворюючих економічних характеристик обиратимемо мінімальні значення показників ресурсної бази та максимальні значення показників ефективності. З метою дотримання принципу розумної обережності під час оцінювання небезпечного рівня прозорості офіційної інформації для довірчого інтервалу по всіх показниках обиратиметься більше значення із довірчих інтервалів, розрахованих для підгруп із високим та дуже високим ризиком.

Беззаперечну необхідність в активізації фінансового моніторингу з боку НБУ та інших суб'єктів державного фінансового моніторингу потребуватимуть ті банки, у яких щомісячний збиток буде вищим за 44,2 млн грн  $\pm$  73,7 млн грн. Довірчий інтервал у 73,7 млн грн розраховано на підставі обсягу підгрупи з високим ризиком по 406 спостереженнях, 5-відсоткової ймовірності помилки та стандартного відхилення по підгрупі у 576,2 млн грн. Другою умовою для активізації державного фінансового моніторингу є щомісячне скорочення прибутку (зростання збитку на 20,5 млн грн  $\pm$  24,7 млн грн). Довірчий інтервал у 24,7 млн грн розраховано на підставі обсягу підгрупи з високим ризиком по 406 спостереженнях, 5-відсоткової ймовірності помилки та стандартного відхилення по підгрупі у 193,6 млн грн.

Поріг для посилення заходів з боку суб'єктів державного фінансового моніторингу, який запропонований авторами на підставі абсолютних значень чистого прибутку та його приросту, а не в результаті вивчення відносних показників рентабельності, можна вважати обґрунтованим, з огляду на такі економічні обставини. Незалежно від розміру банку, щомісячне збільшення збитків на 20 млн грн спричинятиме недоотримання держбюджетом надходжень від податку на прибуток у сумі 5,3 млн грн (розраховано на підставі ставки податку на прибуток у 19 %, встановленої на 2013 р. відповідно до Перехідних положень Податкового кодексу України).

Насамперед додаткові витрати на посилення фінансового моніторингу банківської системи можуть не покриватися додатковими доходами держбюджету від донарахованих сум податків та різноманітних штрафів, а крім того, надто жорстка регуляторна політика держави спричинятиме ще більше посилення нелегальних фінансових потоків за рахунок застосування інших форм організації тіньової діяльності. Зокрема, кількість банків, що мають ліцензію НБУ, може скоротитися на користь збільшен-

ня фінансових спілок чи активізації фінансової діяльності приватних осіб, посилюючи криміналізацію суспільства. Проте відносні показники фінансової ефективності, такі як рентабельність сукупних активів, нами ще будуть використані для обґрунтування інших нормативів підвищення ризику здійснення тіншових фінансових операцій.

Відповідно до середніх значень показників ресурсної бази (кошти фізичних і юридичних осіб до запитання) та кредитного портфеля (міжбанківські кредити, кредити фізичним і юридичним особам, цінні папери), наведених на рис. 6.1б, також простежується значна подібність між показниками ризикової та високоризикової підгруп комерційних банків, що свідчить на користь утворення агрегованої групи спостережень з підвищеним рівнем ризику активізації тіншової фінансової діяльності. Розбіжності показників, усереднених для підгруп із середнім і підвищеним ризиком, виявляють дещо подібні тенденції, які були встановлені для фінансового результату та його абсолютного приросту. Майже за всіма показниками банки, що викликають менші підозри стосовно проведення нелегальних операцій, перевищують більш ризикових конкурентів у 2,5–3 рази. Виняток становлять розміри міжбанківських кредитів, перевищення за якими досягло 1,6 раза.

Із отриманих результатів можна зробити висновок, що схильними до активізації тіншової діяльності виявляються дрібніші банки, для яких проблема виживання у гострій конкурентній боротьбі головним чином може бути розв'язана шляхом підвищення ризиків здійснюваних операцій, а економічний інтерес продовження збиткової діяльності протягом тривалого часу пояснюється можливістю отримання неофіційних доходів власниками та персоналом.

Однак під час обґрунтування загальнодержавних лімітів участі банків у нелегальних фінансових операціях варто спиратись не лише на абсолютні, але й на відносні показники. Вважаємо за доцільне сформулювати такий набір характеристик ефективності банківських установ, які слід встановити на базі офіційної фінансової звітності та проаналізувати в розрізі підгруп:

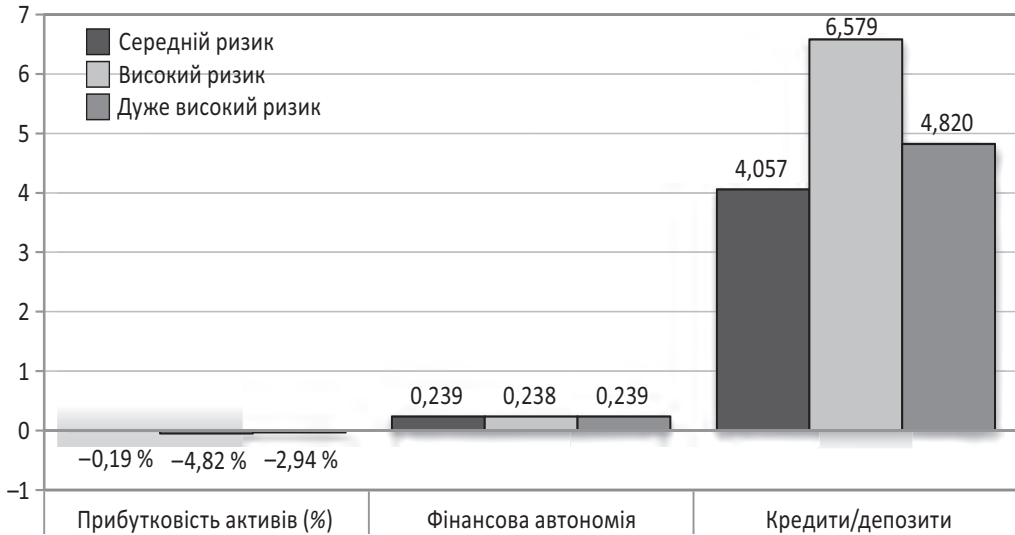
- рентабельність сумарних активів (ROA), що визначається за співвідношенням чистого прибутку до сумарних активів банку. Доцільність вивчення цього показника впливає із детермінованого зв'язку між фінансовим результатом банку та його податковою спроможністю, тобто його цінністю для національної економіки як джерела наповнення державного бюджету;

- співвідношення кредитів, наданих фізичним та юридичним особам до суми строкових депозитів фізичних та юридичних осіб ( $R_{fin}$ ). Цей показник відображає не стільки ділову активність банку, скільки його ризик втрати фінансової стійкості, адже чим більше з кожної вкладеної на депозит гривні копійок спрямовано на кредит, тим складніше буде повернути суму вкладнику у разі активізації відпливу клієнтів унаслідок погіршення фінансової ситуації в країні чи його очікування. банки, що активно проводять фінансові потоки як легально, так і нелегально, не матимуть великих надлишків вільних коштів, що в офіційній звітності буде відображатися як збільшення обсягів активних операцій, зокрема, надання кредитів юридичним особам;
- фінансова автономія ( $Fa$ ), розрахована як питома вага власного капіталу в сумарних активах. Чим вище фінансова залежність банку від зовнішніх джерел формування капіталу, тим вищою є імовірність його банкрутства, яке може виявитись навмисним – у такий спосіб не складно приховати чималі тіньові фінансові потоки чи «відмиті» гроші, зароблені нечесним шляхом.

На рис. 6.2 наведено показники рентабельності, фінансового ризику та фінансової автономії, усереднені в розрізі кожної з трьох підгруп спостережень.

Відповідно до результатів розрахунків, низький рівень фінансової незалежності спостерігається по всій вибірці: власний капітал більшості комерційних банків протягом 2010–2011 рр. становив  $24\% \pm 5\%$  сумарного капіталу, отже, ризик навмисного банкрутства як прикриття нелегальної діяльності не може бути вирішальним критерієм у прийнятті рішення щодо посилення Нацбанком нагляду за діяльністю банків та розроблення національних нормативів фінансової стійкості. Навіть 50-відсотковий поріг, рекомендований для забезпечення фінансової стійкості будь-якого ділового підприємства, дотримувався вкрай рідко. Так, станом на 01.05.2012 перевищення нормативного для ділових підприємств порога коефіцієнта автономії у 0,5 грн/грн встановлено лише для 10 з 176 вітчизняних банків, віднесених до підгрупи із середнім рівнем ризику активізації тіньової діяльності.

Аналіз співвідношення кредитного та депозитного портфелів виявив досить суперечливі результати. Для підгруп комерційних банків із дуже високим рівнем ризику та із середнім рівнем ризику це співвідношення виявилось істотно нижчим, аніж для банків із високим ризиком причет-



**Рис. 6.2. Середні значення найважливіших фінансових співвідношень комерційних банків, обчислені для підгруп із різним рівнем ризику причетності до нелегальних операцій**

Складено авторами.

ності до нелегальних фінансових потоків. При цьому ризиковість національної банківської системи останні два роки є катастрофічно високою – на кожну внесену на депозит гривню припадає 4–6,6 грн, спрямованих на кредитування економічних суб'єктів, більшість з яких – фізичні особи (домогосподарства), що здійснюють позики для придбання споживчих товарів, значна частина яких імпортована. Проте, всупереч розмитості між у показниках ризиковості фінансових операцій по підгрупах банків, за результатами розрахунків виявлено дещо меншу схильність до кредитної експансії серед підгрупи із середнім ризиком причетності до нелегальних фінансових потоків: 4 грн 69 коп. кредитів на кожну гривню вкладено на депозит. Для «суміжного» показника, що характеризує підгрупу з найвищою схильністю до тіньової діяльності на кожну гривню депозитів припадає в середньому 4 грн 91 коп. кредитів. Це дає підстави для обґрунтування національного порогового нормативу фінансового ризику на рівні 4,75 грн кредитів на 1 грн строкових депозитів (тобто сума середнього значення коефіцієнта найменш ризикованої підгрупи та значення 5-відсоткового довірчого інтервалу:  $4,06 + 0,69 = 4,75$  грн/грн). Необхідність посилення нагляду Нацбанку та інших

суб'єктів державного фінансового моніторингу виникає тоді, коли на кожну гривню строкових депозитів припадатиме 4,76 грн і більше кредитів фізичних та юридичних осіб.

Як було встановлено, комерційні банки можуть уникнути активізації заходів державного фінансового моніторингу навіть за наявності збитків, але за умови, що їхня сума не перевищуватиме 12 млн грн на місяць і щомісячно буде скорочуватись. Аналіз рентабельності сукупного капіталу надав можливість уточнити розмір збитків відносно сумарних активів, який не викликатиме підозр з боку суб'єктів державного фінансового моніторингу. Цей поріг збігається із усередненим значенням ROA, встановленим для підгрупи спостережень із середнім рівнем ризику:  $-0,20 \% \pm 0,15 \%$ . Банки – типові представники підгрупи спостережень, з підвищеною імовірністю причетності до нелегальних фінансових операцій, характеризуються такою збитковістю активів:

а) підгрупа з високим рівнем ризику  $ROA_{BP} = -4,82 \% \pm 2,4 \%$ ;

б) підгрупа з дуже високим рівнем ризику  $ROA_{ABP} = -2,94 \% \pm 2 \%$ .

Отже, пропонуємо встановити національний фінансовий норматив рентабельності/збитковості сумарних активів комерційних банків на рівні  $ROA_{кр} = -5,5 \% (\pm -2,94 \% - 2,4 \% \text{ відповідно до найвищого рівня рентабельності по обох підгрупах із підвищеним ризиком з урахуванням довірчого інтервалу та округлення до третього знаку})$ . Якщо ж на кожну гривню активів комерційного банку припадатиме понад 5,5 коп. збитків, доцільно активізувати державний нагляд за його діяльністю на предмет причетності до нелегальних фінансових операцій. Прагнучи уникнути додаткових заходів щодо фінансового моніторингу з боку НБУ та державних регуляторів, комерційні банки будуть змушені покращити офіційну фінансову звітність, що, насамперед, збільшить базу оподаткування та доходи держбюджету. У разі отримання держбюджетом економічного ефекту, можна знехтувати певними масштабами тіньових операцій, що проходять через певний комерційний банк.

З урахуванням результатів оцінювання обсягів тіньових потоків страхового сектору України, на нашу думку, послаблення заходів регуляторного впливу заслуговують ті СК, які в умовах макроекономічної нестабільності не лише забезпечуватимуть прибуткову діяльність та задоволення економічних інтересів внутрішнього середовища, але й не приховуватимуть досягнутих фінансових результатів під час складання публічної звітності.

Тому для подальших досліджень та розроблення інструментів державного контролю фінансових потоків страховиків єдиним критерієм поділу досліджуваної вибірки на підгрупи обираємо спроможність СК забезпечити прибуткову операційну діяльність. Підставою для такого вибору стали останні тенденції розвитку фінансового сектору: адже на 2013 р. було спрогнозовано стрімке зростання «кредитних» збитків страхових компаній. Причиною таких збитків стали не завеликі виплати населенню, переважно громадянам по каско, договорах страхування цивільної відповідальності автомобілістів і підприємствам за договорами страхування виробничих потужностей та автотранспорту. З серпня 2012 р. новим чинником збитковості страховиків позначилася інша категорія контрагентів – комерційні банки, що активно вимагають виплат по застрахованих від неповернення проблемних кредитах. Наполегливість комерційних банків, які, подібно страховикам, через кризу неплатежів перебувають на межі виживання, призводить до того, що фінансові суперечки розглядаються дедалі частіше в судовому порядку, і переважно вирокі виносяться не на користь страховиків. Не виключено, що для багатьох страхових компаній задоволення вимог банкірів закінчиться банкрутством. Також не виключені і випадки навмисного банкрутства фінансових організацій як спосіб реалізації схем тінізації фінансових потоків. Зазначене свідчить, що критерій прибутковості операційної діяльності є вагомим індикатором прозорості фінансової діяльності СК, адже 8 % усіх страхових премій українські СК отримують у банках як поручителі за погашення кредитів.

Коригування критерію прозорості фінансових потоків страховиків дещо змінило перелік регіонів із прийнятним рівнем легалізації фінансових потоків, а також дало змогу виявити 30 % територій, що характеризуються високою імовірністю активізації тіньових схем (рис. 6.3).

Узагальнюючий рівень прибутковості страховиків також було оцінено в балах – як кількість кварталів, у яких фінансовий результат операційної діяльності перевищував 0. При визначенні найбільш небезпечних щодо участі у нелегальних схемах відмивання грошей регіонів нами було встановлено межу прийнятності висвітлення фінансових потоків у фінансовій звітності на рівні верхнього 25-відсоткового квантилю. Це означає, що регіони розташування СК, які у 75 % спостережень відображали позитивний фінансовий результат (шість випадків із восьми), не вимагають активізації державного контролю. Такими областями виявились Донецька, Житомирська, Запорізька, Івано-Франківська, Київська,

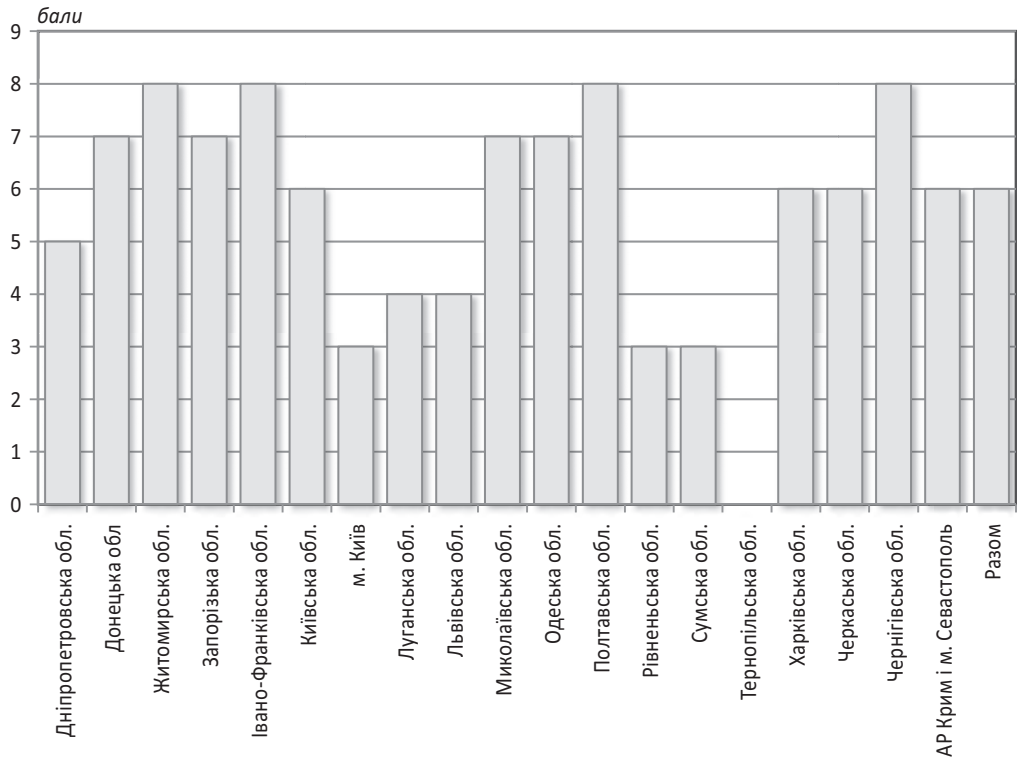


Рис. 6.3. Рівень прибутковості страховиків по регіонах України

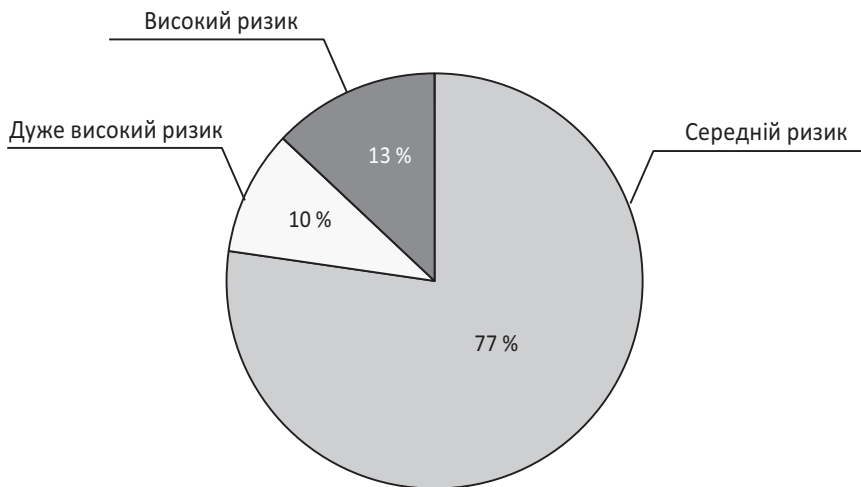
Складено авторами.

Миколаївська, Одеська, Полтавська, Харківська, Черкаська, Чернігівська, АР Крим та в цілому Україна. Навпаки, пріоритетних заходів з боку Нацкомфінпослуг заслуговують СК, розташовані у Дніпропетровській, Луганській, Львівській, Рівненській, Сумській областях, а також в м. Києві. Варто зазначити, що належність регіону до середньо- чи високоризикової підгрупи аж ніяк не пов'язана з кількістю діючих на його території СК. Так, м. Київ – лідер за кількістю СК, де сконцентровано 70 % страховиків (на 01.01.2011 – 316 з 449), за обома підходами до оцінювання непрозорості фінансової звітності опинився у ризиковій підгрупі. Натомість Одеська і Донецька області, на території яких діє відповідно 18 і 24 компанії (за відсутності Києва на тлі інших регіонів ці області посідають першу й третю сходинки), за обома підходами були віднесені до категорії із середнім ризиком. При цьому Дніпропетровська і Харківська області із 23 та 17 компаніями відповідно (за відсутності Києва на тлі інших регіонів ці області посідають другу й четверту позиції) класифіку-



вались як високоризикові. Для Дніпропетровської області остаточна оцінка – високоризикова. Її визначено за критерієм прибутковості операційної діяльності, що є найважливішим із позицій податкової спроможності, а отже, економічного інтересу державного регулювання. Регіони, кількість страховиків у яких не перевищує п'яти, також потрапляли до різних класифікаційних груп. Остаточну всю сукупність спостережень (загалом 159 звітів за 8 часових проміжків, довжиною у квартал) було розподілено на дві підгрупи за критерієм податкової ефективності. Області, чії СК в сукупності виявили від'ємний фінансовий результат, потрапили до підгрупи з високим ризиком тінзації обороту, решта спостережень регіональних показників була віднесена до підгрупи із середнім ризиком тінзації обороту. Визнати ризик участі СК у тінювих фінансових потоках як низький виключно на підставі публічної звітності неможливо, особливо враховуючи розрахунки тінювих оборотів фінансового сектору. Результати розподілу спостережень за підгрупами наведено у вигляді діаграми на рис. 6.4.

Експрес-аналіз результатів страхової діяльності в областях України дав змогу зробити висновок, що 30 % страховиків через асиметричність фактичного обсягу фінансових потоків, проти оприлюдненого в офіційній звітності, можуть продемонструвати збиткову діяльність та зекономити



**Рис. 6.4. Розподіл спостережень результатів діяльності СК (у регіональному розрізі за 2009–2010 рр.) за ризиком активізації нелегальних фінансових операцій**

Складено авторами.

на сплаті податків. Тобто доцільно посилити нагляд з боку Нацкомфін-послуг щодо фінансового моніторингу грошових потоків СК, причому результати такої активізації регуляторних заходів сприятимуть збільшенню доходів бюджету на рівні 30 % отриманого СК податку на прибуток від фінансових операцій (з 2013 р.).

Аналіз взаємозв'язків між складовими індикаторів активізації тіньового обороту страховиків, по-перше, передбачає встановлення типових рис страхових компаній, якими супроводжується зростання чи послаблення загрози активізації тіньової діяльності. По-друге, потрібно встановити найважливіші закономірності між змінами основних характеристик фінансових потоків СК, враховуючи статистичну значимість отриманих результатів. З цією метою варто використати засоби кореляційно-регресійного аналізу та інструменти багатомірного моделювання взаємозв'язків.

Ідентифікацію «типових» представників регіонів або СК, діяльність яких характеризується середнім або високим ризиком участі у нелегальних фінансових операціях, пропонуємо здійснювати за допомогою «профілів ризику непрозорості фінансової звітності» (рис. 6.5).

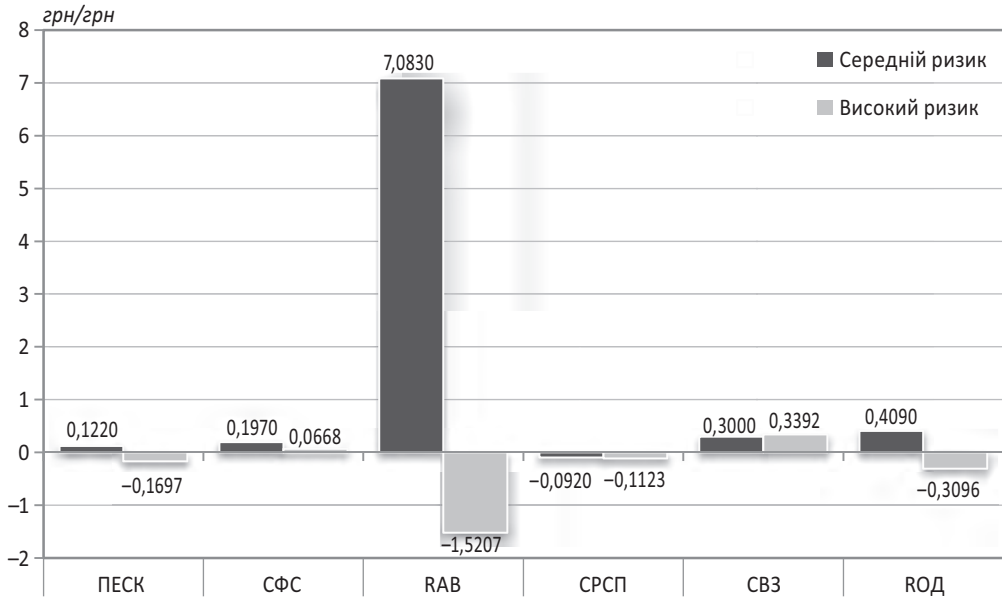
Крім семи індикаторів 1-го та 2-го порядку, для ідентифікації ризику участі СК у тіньових фінансових операціях було враховано ще й значення

рентабельності операційної діяльності ( $ROD = \frac{p. 410}{p. 070 + p. 100 + p. 200}$ ), які

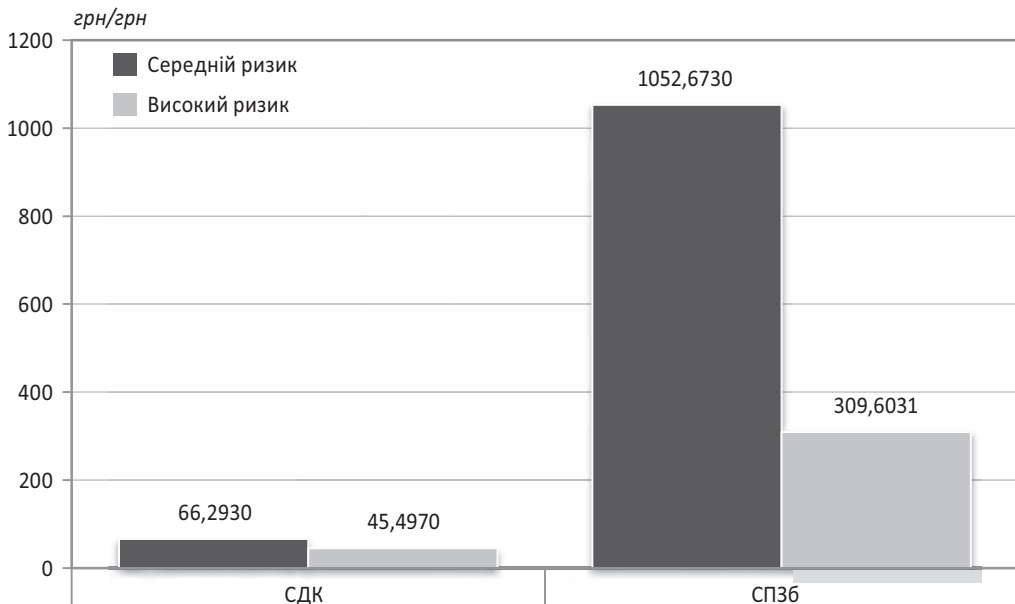
мають перевищувати 0 у разі віднесення СК до середньоризикових. Показники-індикатори систематизовано у вигляді двох графіків для кращої наочності результатів. Їхня значення було визначено усередненням значень відповідних індикаторів для всіх спостережень, віднесених до певної підгрупи.

Як бачимо з рис. 6.5, усі значення індикаторів роботи типової СК, класифіковані як середньоризикові, перевищують середні показники типової високоризикової СК. На перший погляд, виняток становить показник СВЗ, який відображає суму понесених страхових виплат та затрат, що припадає на кожну гривню страхових премій.

Високоризикові компанії з кожної гривні страхових премій в середньому сплачують майже 34 коп., водночас СК із середнім ризиком – лише 30 коп. Однак такий результат свідчить на користь поділу страховиків за ризиком участі у шахрайських операціях, адже цілком імовірно, що виплати можуть здійснюватись і за фіктивним страховим випадком. Тому нижча величина СВЗ, яка, однак, відповідає встановленим фінан-



а



б

**Рис. 6.5. Профілі ризику непрозорості фінансової звітності страховиків**

Складено авторами.

совим нормативам, може розглядатись як результат найоптимальнішого контролю за клієнтами, тобто вищої якості первинного фінансового моніторингу.

## **6.2. СТРУКТУРНА МОДЕЛЬ ФОРМУВАННЯ ТІНЬОВОГО ОБОРОТУ ФІНАНСОВОГО СЕКТОРУ В СИСТЕМІ СТРАТЕГІЧНОГО УПРАВЛІННЯ БОРГОВОЮ БЕЗПЕКОЮ**

Тіньові потоки банків і страховиків «знекровлюють» національну економіку, позбавляючи її ресурсів розвитку, і негативно впливають на рівень боргової стійкості. Хоча повністю припинити нелегальну економічну діяльність неможливо, регуляторна політика має спрямовуватись на запобігання надмірного вилучення грошових потоків з грошової маси. Водночас діяльність занадто громіздкої і високовитратної системи управління державними фінансами може знівелювати увесь економічний ефект від діяльності, спрямованої на детінізацію фінансових потоків. Втрата економічного ефекту в цьому випадку виявляється у зростанні державних видатків більшою мірою, ніж недоотримання бюджетних доходів і навіть ВВП.

Оскільки національна економіка є складною системою, реакція якої на зовнішні втручання не завжди передбачувана, на етапі обґрунтування будь-яких регуляторних впливів потрібно оцінити наслідки та економічний ефект від обраного інструменту державного регулювання. Наслідки стабілізаційних заходів для цілісної економічної системи полягатимуть у змінах низки взаємопов'язаних показників, які слід оцінювати в сукупності. Зокрема, обмеження граничної суми готівкових розрахунків або операцій із грошовими коштами може призвести до скорочення офіційних споживчих й інвестиційних видатків, а отже, й сукупного попиту та уповільнення економічного зростання. Зниження сум грошових переказів скорочуватиме комісійні доходи банків, а відтак і прибутковість банківської системи, що в перспективі призведе до подорожчання грошей та подальшого падіння інвестиційного попиту. Підвищення вимог до розміру страхових платежів та премій страховиків негативно позначиться на рівні соціальної захищеності населення та схильності до споживання та активних заощаджень не лише домашніх господарств, але й всього приватного сектору. При цьому очікуваний економічний ефект від збільшення податкових надходжень до бюджету буде нівельовано як у поточному періоді, так і у віддаленій перспективі.





ідентифікації системи – виконання такої нерівності для кожного рівняння моделі:

$$k_s - 1 \leq m - m_s, \quad (6.3)$$

де:  $k_s$  – кількість ендогенних змінних у  $s$ -му рівнянні структурної форми;  $m$  – загальна кількість екзогенних змінних моделі;  $m_s$  – кількість екзогенних змінних, які не входять у  $s$ -те рівняння структурної форми моделі.

Якщо співвідношення (6.3) виконується як рівність, то відповідне рівняння є точно ідентифікованим, а коли як нерівність – надідентифікованим.

Для оцінювання надідентифікованих моделей широкого розповсюдження набув двокроковий метод найменших квадратів (ДМНК), порівняно простий для практичного застосування. Сутність двокрокового методу полягає у такому:

1. На першому кроці визначаються коефіцієнти наведеної форми моделі  $\lambda$ , а на їх основі встановлюються розрахункові оцінки значень ендогенної змінної  $\hat{y}$ :

$$\hat{y}_i = \lambda_{i1} \cdot x_1 + \lambda_{i2} \cdot x_2 + \dots + \lambda_{im} \cdot x_m. \quad (6.4)$$

2. На другому кроці визначаються структурні коефіцієнти  $b_i$  та  $a_i$  на підставі теоретичних (розрахункових) значень ендогенних змінних ( $\hat{y}$ ).

Таким чином, обчислення структурних коефіцієнтів системи (6.1) можна виконати без спеціального програмного забезпечення, а лише за допомогою широко розповсюдженого MS Excel, що спрощує процес застосування методичного інструментарію ССР для поліпшення інформаційної підтримки макроекономічного регулювання. Викладений метод ДМНК було застосовано для опрацювання офіційних статистичних даних про економічний розвиток країни, джерелом яких є статистичні звіти Державної служби статистики України, періодична інформація Національного банку України щодо грошово-кредитної статистики, інформація про виконання бюджету за бюджетними програмами Державної служби фінансового моніторингу України.

Набір змінних ССР для обґрунтування наслідків державного регулювання тіньових фінансових потоків для економіки країни містив:

- екзогенні змінні за станом на кінець року:

$x_1$  – загальні активи банків і страховиків, *млн грн*;

$x_2$  – грошовий агрегат М2, *млн грн*;

$x_3$  – державні видатки на боротьбу з нелегальною діяльністю у фінансовому секторі, які в моделі прийнято рівними річним об-

сягам освоєних бюджетних асигнувань на утримання Державної служби фінансового моніторингу, *млн грн*;

$x_4$  – сальдо торговельного балансу, *млн грн*;

– ендогенні змінні за станом на кінець року:

$y_1$  – розрахунковий показник тіньового обороту фінансового сектору, *млн грн*;

$y_2$  – валове нагромадження основного капіталу, *млн грн*;

$y_3$  – валовий внутрішній продукт (ВВП), *млн грн*.

ССР для обґрунтування наслідків державного регулювання тіньових фінансових потоків для економіки країни запропоновано у такому вигляді:

$$\begin{cases} y_1 = b_{12} \cdot y_2 + a_{11} \cdot x_1 + a_{12} \cdot x_2 + \Delta_1; \\ y_2 = b_{21} \cdot y_1 + a_{22} \cdot x_2 + a_{23} \cdot x_3 + a_{24} \cdot x_4 + \Delta_2; \\ y_3 = b_{31} \cdot y_1 + a_{33} \cdot x_3 + a_{34} \cdot x_4 + \Delta_3. \end{cases} \quad (6.4)$$

де:  $b_{ij}$  та  $a_{ij}$  – коефіцієнти відповідно при ендогенних та екзогенних змінних, значення та економічний зміст яких буде викладено далі.

Перше рівняння відображає вплив на обсяги нелегальних оборотів банків і страховиків ( $y_1$ ) обсягів національного капіталу, що об'єднує валове нагромадження реальним сектором ( $y_2$ ) та власне сукупні активи банків і страховиків ( $x_1$ ) й грошової маси, що не може в повному обсязі контролюватися Національним банком України ( $x_2$ ). Іншими словами, коефіцієнти структурних рівнянь (6.5) відображають «тіньовий потенціал» складових національного капіталу, тобто можливості кожної одиниці вартості генерувати переплив грошових коштів з легальної у нелегальну діяльність й інтеграцію злочинних доходів до грошової маси країни.

Друге рівняння враховує вплив на валове нагромадження капіталу в економіці ( $y_2$ ) приблизних розмірів тіньового грошового обороту фінансового сектору ( $y_1$ ), грошового агрегату М2 ( $y_2$ ), обсягів бюджетних асигнувань, призначених безпосередньо для здійснення державної політики, спрямованої на зниження нелегальних грошових потоків ( $x_3$ ), та результатів зовнішньоекономічної діяльності країни ( $x_4$ ).

Третє рівняння відображає взаємозв'язок між річним економічним результатом країни ( $y_3$ ) та складовими сукупних видатків, зокрема державними на боротьбу з тіньовою діяльністю фінансових організацій ( $x_3$ ) й чистим експортом ( $x_4$ ), втратами створеної в економічній системі за рік вартості через нелегальну діяльність банків і страховиків ( $y_1$ ).



Включення до складу незалежних змінних цього рівняння показника сальдо торговельного балансу, на нашу думку, уможливить опосередковано оцінити динаміку транснаціональних тіньових грошових потоків за участю України у зв'язку із цілеспрямованим державним регулюванням легальності фінансових операцій банків і страховиків.

Для системи (6.5) було отримано такі тотожності та висновки щодо ідентифікованості рівнянь системи:

- рівняння для  $y_1$  характеризується співвідношенням  $2 - 1 < 4 - 2 \Rightarrow 1 < 2$ , тобто надіентифіковане (ліва частина нерівності  $(2 - 1)$  – це різниця між кількістю ендогенних змінних системи, наявних і відсутніх у цьому рівнянні (в лівій та правій частинах рівняння наявні дві ендогенні змінні:  $y_1$  та  $y_2$ ); права частина нерівності  $(4 - 2)$  відображає, що з чотирьох екзогенних змінних до цього рівняння увійшли дві:  $x_1$  та  $x_2$ , а решта дві – відсутні);
- рівняння для  $y_2$  характеризується співвідношенням  $2 - 1 < 4 - 3 \Rightarrow 1 = 1$ , тобто рівняння ідентифіковане (ліва частина нерівності  $(2 - 1)$  – це різниця між кількістю ендогенних змінних системи, наявних та відсутніх у цьому рівнянні (в лівій та правій частинах рівняння наявні дві ендогенні змінні:  $y_1$  та  $y_2$ ); права частина нерівності  $(4 - 3)$  відображає, що з чотирьох екзогенних змінних до цього рівняння увійшли три:  $x_2$ ,  $x_3$  та  $x_4$ , а  $x_1$  – відсутня);
- рівняння для  $y_3$  характеризується співвідношенням  $2 - 1 < 4 - 2 \Rightarrow 1 < 2$ , тобто надіентифіковане (ліва частина нерівності  $(2 - 1)$  – це різниця між кількістю ендогенних змінних системи, наявних і відсутніх в цьому рівнянні (в лівій та правій частинах рівняння наявні дві ендогенні змінні:  $y_1$  та  $y_3$ ); права частина нерівності  $(4 - 2)$  відображає, що з чотирьох екзогенних змінних до цього рівняння увійшли дві:  $x_3$  та  $x_4$ , а решта дві – відсутні).

Отже, система (6.5) є надіентифікованою, а тому для визначення її коефіцієнтів ( $b_i$  та  $a_i$ ) доцільно скористатись ДМНК – двокроковим методом найменших квадратів. З огляду на назву, розрахунки виконуються в два етапи (два кроки). На кожному з двох етапів обчислення застосовується метод найменших квадратів, що дало змогу виконати всі розрахунки засобами широкодоступного середовища MS Excel, уникаючи використання спеціалізованих програмних пакетів, призначених для розв'язку економетричних завдань. Масив вхідних даних охоплював період 2005–2012 рр. і містив такі показники національної економіки та її фінансово-кредитної системи: значення ВВП України ( $y_3$ ), обсяги валового

нагромадження основного капіталу ( $y_2$ ), розрахунковий показник тіньового обороту фінансового сектору ( $y_1$ ), розміри загальних активів банків і страховиків ( $x_1$ ), обсяги грошового агрегату М2 ( $x_2$ ), обсяги державних видатків на боротьбу з нелегальною діяльністю у фінансовому секторі, які в моделі прийнято рівними річним обсягам освоєних бюджетних асигнувань на утримання Державної служби фінансового моніторингу, значення сальдо торговельного балансу ( $x_4$ ).

На першому кроці ДМНК для наборів ендогенних змінних системи (6.5) було одержано залежно від відповідних сукупностей екзогенних змінних. Тобто, за допомогою регресійного аналізу визначено коефіцієнти наведених моделей  $\lambda$ , причому їхнє значення та величини статистичних критеріїв значимості, зокрема: F-критерій та ймовірність помилки, за якої припустимо не брати до уваги гіпотезу про наявність стохастичного зв'язку між ендо- та екзогенними змінними;  $t$ -критерій Ст'юдента й достовірність відмінності відповідних коефіцієнтів  $\lambda$  від нуля.

Для ССР одержано такі значення коефіцієнтів наведених моделей  $\lambda$ , а також показників регресійної статистики значимості одержаних рівнянь:

$$y_1 = 0,013 \cdot x_1 + 0,627 \cdot x_2 - 1781,710 \cdot x_3 + 1,113 \cdot x_4 - 29363,6; \quad (6.6)$$

$t=0,30; p=0,79 \quad t=7,47; p=0,02 \quad t=-2,98; p=0,10 \quad t=7,34; p=0,02$

$$\left( R^2 = 0,997, F = 171,45 > F_{\text{табл}}(0,05;4;3) = 9,12 \right)$$

$$y_2 = -0,15 \cdot x_1 + 0,44 \cdot x_2 + 4893,0 \cdot x_3 - 0,56 \cdot x_4 - 110838; \quad (6.7)$$

$t=-2,78; p=0,10 \quad t=4,12; p=0,05 \quad t=6,49; p=0,02 \quad t=-2,91; p=0,10$

$$\left( R^2 = 0,966, F = 43,48 > F_{\text{табл}}(0,05;4;3) = 9,12 \right)$$

$$y_3 = -0,20 \cdot x_1 + 2,09 \cdot x_2 - 233,12 \cdot x_3 + 0,17 \cdot x_4 - 57937,4. \quad (6.8)$$

$t=-1,05; p=0,04 \quad t=5,70; p=0,03 \quad t=-1,09; p=0,19 \quad t=2,25; p=0,18$

$$\left( R^2 = 0,995, F = 106,27 > F_{\text{табл}}(0,05;4;3) = 9,12 \right)$$

Зважаючи на значення показників  $R^2$ , слід наголосити на дуже високому рівні апроксимації фактичних даних рівняннями наведених моделей: кожне з рівнянь забезпечує понад 95 % відповідності розрахункових показників тіньових потоків фінансового сектору, валового нагромадження та ВВП ретроспективним даним моделей.

Для всіх трьох рівнянь F-критерій перевищує табличне значення, встановлене на підставі 5 % імовірності помилковості моделей при

числах ступенів волі 4 (що відповідає кількості факторів – екзогенних змінних) та 3 (цей показник числа ступенів волі обчислено вирахуванням із загальної кількості спостережень 8 (відповідно до кількості років з 2005 по 2012 р. включно) кількості незалежних змінних (6.4), збільшеної на 1).

Рівняння (6.6–6.8), крім коефіцієнтів приведених моделей  $\lambda$ , містять значення  $t$ -статистик та достовірності відмінності від нуля коефіцієнтів незалежних змінних. Тобто, якщо значення  $p$  перевищуватимуть 0,05, гіпотеза про наявність взаємозв'язків між таким незалежним фактором та результатом буде хибною, а виявлена пропорційність між динамікою факторного й результативного показника буде випадковістю, а не детермінованою залежністю. Отже, незалежні змінні, для яких  $p > 0,05$ , можуть бути вилученими з регресійного рівняння без суттєвої втрати ним точності. Як видно з рівнянь (6.6–6.8), принаймні половина незалежних змінних – по дві в кожному рівнянні – не може бути усунутою без втрати точності отриманих моделей, що підтверджує коректність припущень про склад екзогенних чинників формування тіньового обороту фінансового сектору та уповільнення економічного розвитку й нагромадження капіталу. При зниженні порогу статистичної значимості критеріїв до 10 %, що цілком виправдано при макроекономічному моделюванні, яке ґрунтується на агрегації окремих процесів і явищ, кількість малозначимих чинників додатково зменшиться. Зокрема, статистично значимими є взаємозв'язки всіх незалежних змінних із валовим нагромадженням цінностей у рівнянні (6.7). Утім, зв'язок між змінами загальних активів банків і страховиків і змінами нелегального обороту фінансової системи є порівняно малозначущим, що можна пояснити втягненням у нелегальний грошовий оборот будь-якої фінансової організації, незалежно від розміру її активів.

Одержаним значенням регресійних коефіцієнтів моделей (6.6)–(6.8)  $\lambda$  можна надати таку інтерпретацію.

### **1. Вплив екзогенних чинників на величину тіньового обороту банків і страховиків:**

- кожна додаткова гривня збільшення активів банків і страховиків може призвести до зростання нелегальних грошових потоків за їх участю на 1,3 коп. ( $\lambda_{11} = 0,013$ );
- при збільшенні грошової маси на 1 грн тіньові обороти фінансового сектору можуть зрости на 62,7 коп. ( $\lambda_{12} = 0,627$ );

- підвищення бюджетних асигнувань на утримання Держфінмоніторингу чи іншої аналогічної структури на суму в 1 грн спричинить скорочення тіншового обороту фінансового сектору на 1781,71 грн ( $\lambda_{13} = -1781,71$ );
- додаткове сальдо чистого експорту на 1 грн супроводжуватиметься зростанням тіншових оборотів банків і страховиків на 1,113 грн ( $\lambda_{14} = 1,113$ );
- решта чинників, не враховані моделлю, можуть скоротити тіншовий оборот на 29 млрд грн щороку, про що свідчить вільна константа моделі.

Одержані висновки слід урахувати на всіх стадіях макроекономічного планування, обґрунтування цільових показників ефективності державних програм, спрямованих на зниження тіншової економіки, контролю за виконанням програмних заходів. Крім того, вважаємо за доцільне враховувати величину коефіцієнта еластичності тіншових оборотів фінансового сектору за держвидатками на боротьбу з відмиванням доходів, отриманих злочинним шляхом,  $\lambda_{13} = -1781,71$  під час здійснення реорганізації низки органів державної влади та створення фінансової поліції. Подібна кардинальна зміна організаційної структури державного регулювання економічної діяльності неодмінно викличе додаткові бюджетні витрати, доцільність яких буде виправданою лише у випадку чималого скорочення нелегального грошового обороту банків і страховиків. Ураховуючи певні об'єктивні обмеження у досягненні вказаної цілі, на основі коефіцієнта еластичності  $\lambda_{13} = -1781,71$  можна визначити гранично припустиму суму додаткових держвидатків, пов'язаних із реформуванням системи державного контролю тіншової економіки.

Опосередковане оцінювання внеску зовнішньоекономічних операцій у тіншовий оборот банків і страховиків дало невтішні результати: міжнародний рух цінностей, насамперед товарів та послуг, уможливорює масштабні фінансові зловживання – від ухиляння від сплати податків до безповоротного відпливу національного капіталу за межі країни. При цьому згідно з  $\lambda_{13} = -1781,71$ , тіншовий оборот між Україною та іншими країнами світу перевищує показники офіційних даних щодо експорту-імпорту не менш ніж на 10 %.

**2. Чутливість змін обсягів валового нагромадження до змін екзогенних чинників відповідно до рівнянням (6.7) становить:**

- на кожен додаткову гривню підвищення активів банків і страховиків припадає 15 коп. ( $\lambda_{21} = -0,15$ ) зменшення валового нагрома-

дження, що можна пояснити пасивністю фінансової системи у формуванні фінансових ресурсів підприємств на користь високо-рентабельного кредитування споживчих видатків домашніх господарств;

- на кожну додаткову грошову одиницю збільшення грошової маси припадає 43,5 коп. нагромадження капіталу ( $\lambda_{22} = 0,435$ ), адже, як відомо, стимулююча монетарна політика позитивно впливає на інвестиційний попит;
- зростання бюджетних асигнувань на утримання Держфінмоніторингу чи подібної державної структури на 1 грн спричинить зростання валового нагромадження в сумі на 4893 грн ( $\lambda_{23} = 4893$ ), однак такий високий мультиплікативний ефект пояснюється, насамперед, значною різницею між сумами бюджетних асигнувань на Держфінмоніторинг, порівняно із кількісними значеннями решти незалежних змінних;
- додаткове збільшення сальдо чистого експорту на 1 грн скоротить величину валового нагромадження на 56 коп. ( $\lambda_{24} = -0,56$ ). Виявлену різноспрямовану залежність можна пояснити оберненим зв'язком між змінами сальдо руху реальних благ і капіталів, відомим з теорії макроекономіки як рівняння врівноваженого платіжного балансу<sup>289</sup>;
- інші чинники, не включені до моделі, можуть скоротити щорічні обсяги валового нагромадження на 110,8 млрд грн, про що свідчить вільна константа моделі.

### **3. Вплив екзогенних чинників на величину ВВП:**

- у результаті зростання сумарних активів банків і страховиків на 1 грн ВВП скорочується на 20 коп. ( $\lambda_{31} = -0,20$ ). Такий негативний вплив пов'язаний із диспропорціями у роботі вітчизняної фінансової системи на етапі розподілу кредитних ресурсів між споживчими та інвестиційними напрямками, що виявляється в її неспроможності забезпечувати грошовими ресурсами потреби реального виробництва;
- приріст грошової маси супроводжується двократним приростом ВВП ( $\lambda_{32} = 2,09$ ), що є свідченням не лише стимулюючої ролі експансіоністської кредитно-грошової політики, але й недостатності легальних грошових ресурсів для економічного зростання і, як наслідок – розгортання тіньового обороту;

<sup>289</sup> *Базилінська О. Я.* Макроекономіка : навч. посіб. / *О. Я. Базилінська.* – К. : ЦНА, 2005. – 442 с.

- додаткове збільшення сальдо чистого експорту на 1 грн підвищує ВВП на 17 коп ( $\lambda_{21} = 0,17$ );
- позитивний вплив на ВВП інших чинників, не включених до моделі, наближається до 58 млрд грн, що засвідчує значення вільної константи моделі.

На другому етапі застосування ДМНК було отримано коефіцієнти структурної форми ССР (6.5) та значення їхніх статистичних критеріїв:

$$\left\{ \begin{array}{l} y_1 = -0,75 \cdot y_2 - 0,02 \cdot x_1 + 0,70 \cdot x_2 - 2915,07; \quad (R^2 = 0,99) \\ \quad \quad \quad p=0,000 \quad \quad p=0,000 \quad \quad p=0,000 \\ y_2 = 16,46 \cdot y_1 - 10,06 \cdot x_2 + 32916,07 \cdot x_3 + 19,29 \cdot x_4 + 164924,8; \quad (R^2 = 0,99) \quad (6.9) \\ \quad \quad \quad p=0,000 \quad \quad p=0,000 \quad \quad p=0,000 \quad \quad p=0,000 \\ y_3 = 7,72 \cdot y_C + 3595,42 \cdot x_3 - 3,11 \cdot x_4 + 179719. \quad (R^2 = 0,99) \\ \quad \quad \quad p=0,000 \quad \quad p=0,000 \quad \quad p=0,000 \end{array} \right.$$

Показники статистичної значимості кожного з рівнянь подано в дужках. Усі рівняння мають високий коефіцієнт множинної детермінації, що наближається до одиниці, та близькі до 0  $p$ -рівні значимості  $t$ -критеріїв змінних та  $F$ -критеріїв рівнянь. (Значення  $t$ - та  $F$ -критеріїв – досить високі.) Це свідчить про неможливість видалення жодної з ендотекзогенних змінних із системи без значної втрати її точності. ССР (6.9) дає змогу уточнити кількісний вплив основних детермінант та макроекономічних наслідків тіньової діяльності банків та страховиків. Стандартні помилки моделей системи (6.9) також настільки малі, що ними можна знехтувати.

### 1. Відповідно до рівняння для $y_1$ із системи (6.9) детермінантами тіньового грошового обороту банків і страховиків є:

- *валове нагромадження* ( $y_2$ ), збільшення якого на 1 грн вилучає з тіньового грошового потоку 75 коп. ( $b_{12} = 0,75$ ). Така обернена залежність пов'язана з несумісністю високих темпів економічного зростання із стрімким ростом тіньової економіки;
- *сукупні активи банків і страховиків* ( $x_1$ ), кожна додаткова гривня збільшення яких скорочує тіньові обороти досліджуваних фінансових організацій на 3,11 грн ( $a_{11} = -3,11$ ) (це пов'язано з тим, що збільшення активів банків і страховиків у публічній фінансовій звітності не може трактуватись як тіньова операція);
- *грошовий агрегат  $M2$*  ( $x_2$ ), на кожную додаткову гривню збільшення якого припадає майже трикратне (на 2,72 грн) зростання тіньових

фінансових потоків ( $a_{12} = 2,72$ ), адже значна кількість грошей в обігу стимулює зростання сукупних видатків, не завжди легальних. Одночасне розгортання легального та нелегального грошового обороту у відповідь на стимулюючу грошово-кредитну політику можна пояснити, по-перше, прагненням всіх економічних суб'єктів у будь-який спосіб збільшити своє багатство і добробут, по-друге, уникнути додаткових втрат доходу через збільшення податкових зобов'язань, що зростають разом із підвищенням бази оподаткування;

- інші чинники, не включені до моделі, в своїй сукупності здійснюють стримуючий вплив на тіньові обороти банків та страховиків до 2,9 млрд грн на рік відповідно до вільного члена рівняння для  $y_1$  системи (6.9).

**2. Макроекономічні наслідки збільшення тіньових оборотів банків і страховиків відповідно до структурної моделі – це дві ендогенні змінні ( $y_2$  та  $y_3$ ), до правих частин рівнянь яких входить  $y_1$ :**

- *валове нагромадження ( $y_2$ )*, яке підвищується на 16,46 грн з кожної гривні тіньового обороту банків і страховиків ( $b_{21} = 16,46$ ). Така суперечлива залежність між нелегальними операціями реального й фінансового секторів пояснюється, по-перше, нестачею наявної грошової маси в обігу для обслуговування споживчих та інвестиційних потреб суспільства, по-друге, значною тінізацією ринків факторів виробництва та позикових коштів, по-третє, складністю схем припливу-відпливу тіньових грошових потоків до офіційної грошової маси. На високий коефіцієнт еластичності ( $b_{21} = 16,46$ ) другого рівняння моделі (6.9) слід зважати, плануючи цілеспрямовані регульовальні обмеження грошових потоків усіх без винятку учасників фінансового ринку. Іншими словами, державна політика стримування фінансових операцій банків і страховиків, застосування надмірних обмежень на складові їхнього капіталу, як і на дохідність економічних суб'єктів, має потужний зворотний мультиплікативний ефект;
- *валовий внутрішній продукт країни ( $y_3$ )*, що також помітно зростає разом із збільшенням нелегального обороту банків та страховиків – на 2,72 грн з кожної гривні підвищення тіньових потоків фінансового ринку ( $b_{31} = 2,72$ ). «Парадоксальний», на перший погляд, характер отриманої залежності пояснюється тим, що зі зростанням легальної економіки обсяги нелегальної фінансової діяль-

ності не припиняються, а навпаки, зростають дедалі швидше. Виявлена залежність свідчить про надмірну непрозорість економічних відносин, зумовлену неспроможністю економічних суб'єктів вести легальну діяльність в умовах хронічної нестачі фінансових ресурсів, зависокого фіскального тиску та доступних каналів «альтернативного» збільшення доходів в обхід чинного правового поля.

Таким чином, державне регулювання тіншових потоків банків і страховиків потребує розв'язання суперечностей між обмеженням економічного зростання деякої частини нелегальних фінансових потоків та стимулюванням нагромадження національного багатства й збільшенням ВВП із одночасним зростанням тіншової економічної діяльності.

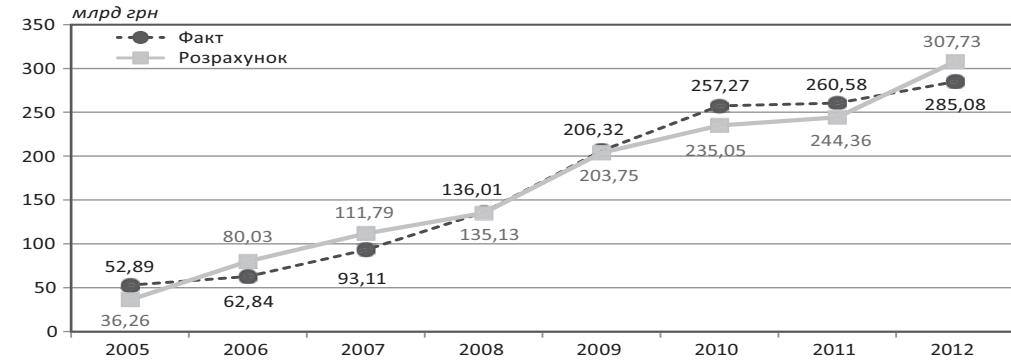
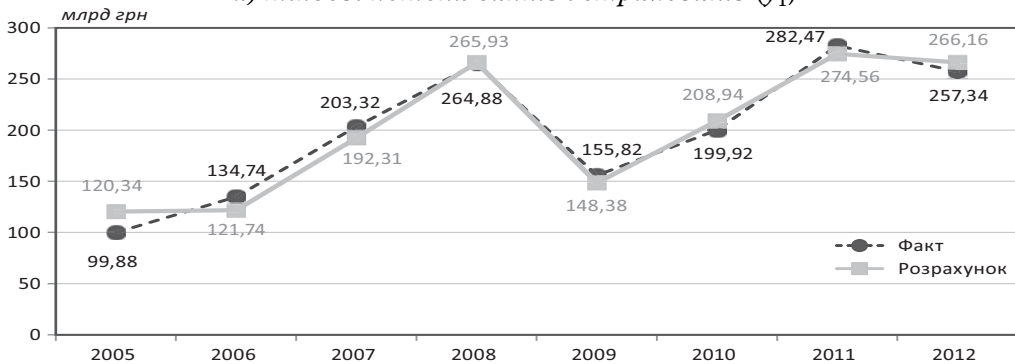
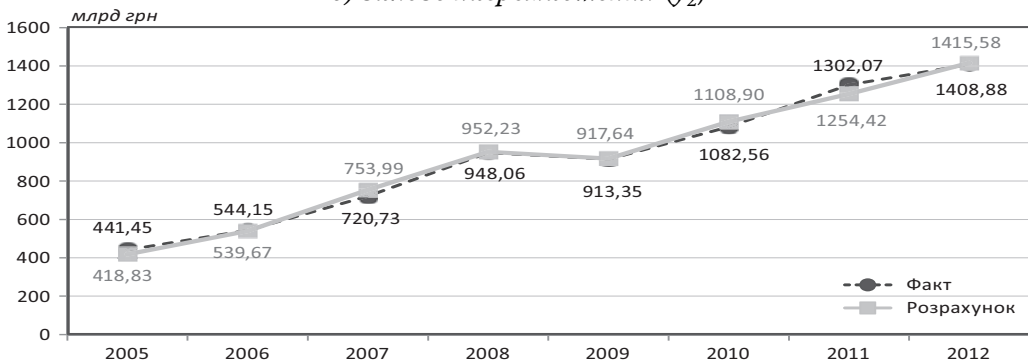
3. Згідно з розрахованими параметрами ССР (6.9), на валове нагромадження, крім тіншового обороту банків і страховиків, також комплексно впливає зростання грошової маси, державних видатків на боротьбу з відмиванням злочинних доходів та чистого експорту. Розмір впливу кожної грошової одиниці зміни цих чинників відповідно (–10,06) гр. од., 32 916,07 гр. од. та (–19,28) гр. од. Тобто, грошова маса та чистий експорт є дестабілізаторами валового нагромадження, що певною мірою пов'язано із опосередкованим впливом розгортання тіншової економічної діяльності на суміжні сфери національного господарства. Згідно з вільною константою рівняння для  $y_2$  системи (6.9) інші фактори, не враховані системою структурних рівнянь, можуть призвести до зростання валового нагромадження.

4. *Екзогенні чинники*, що впливають на величину ВВП, крім динаміки тіншового обороту банків і страховиків, – це державні видатки на боротьбу з відмиванням злочинних доходів та чистий експорт.

Аналіз макроекономічних показників, обчислених за допомогою ССР (6.9), та зіставлення їх із фактичними даними, свідчить про високу точність апроксимації комплексного впливу екзо- та ендогенних чинників на показники економічного розвитку та рівня тінізації фінансової системи України. Відповідні результати моделювання наведено на рис. 6.6.

Під час оцінювання наслідків заходів регуляторної політики, спрямованої на боротьбу з тіншовими потоками банків і страховиків, необхідно врахувати розмаїття та багатовекторність взаємозв'язків окремих підсистем національної економіки. Щоб використати результати моделювання детермінант і наслідків тіншової діяльності банків і страховиків



а) тіньові потоки банків і страховиків ( $y_1$ )б) валове нагромадження ( $y_2$ )в) валовий внутрішній продукт ( $y_3$ )

**Рис. 6.6. Результати моделювання ендогенних макроекономічних показників за допомогою системи структурних рівнянь**

Складено за даними: Національні рахунки // Державна служба статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://ukrstat.gov.ua>; Основні показники діяльності банків України // Національний банк України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=1338094&cat\\_id=55838](http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=1338094&cat_id=55838).

за допомогою ССР (6.9) для кількісного оцінювання економічного ефекту від регуляторних заходів макроекономічного регулювання доцільно здійснити імітаційне моделювання. З цією метою було використано інструментарій імітаційного моделювання програмного пакета MATLAB – програмну систему «Simulink».

Пакет «Simulink» уможливує значне спрощення складання обчислювальних програм чисельного моделювання завдяки застосуванню засобів візуального програмування, коли програма-модель утворюється з готових візуальних блоків. Кожен із візуальних блоків «Simulink» є фактично математичною (чисельною) програмою, поєднаною з її візуальним поданням у вигляді блоку певної форми. З'єднання між собою блоків сполучними лініями-стрілками у блок-схемі забезпечує передавання інформації, виробленої одним блоком, до іншого блоку для подальшого її перетворення. Налаштування обчислювальних можливостей деяких візуальних параметрів здійснюється користувачем-розробником моделі за допомогою функції контекстного меню «Block Proreties».


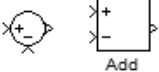
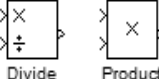
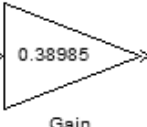
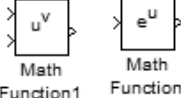


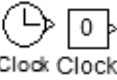
Реалізація імітаційних експериментів здійснювалася за такими етапами:

1. Створення моделі із спеціальних блоків (рис. 6.7).
2. Пробне тестування моделі на предмет адекватності розрахунків ретроспективним даним.
3. Визначення напрямів імітаційних експериментів:
  - уточнення напрямів державної політики скорочення тіньового обороту банків і страховиків, які в моделі є збуреннями зовнішнього оточення;
  - оцінювання діапазону коливань ендогенних параметрів і констант-моделі, що відображають еластичність результативних змінних внаслідок динаміки факторних показників.
4. Коригування налаштувань блоків «Simulink»-моделей відповідно до напрямів сценарного імітаційного моделювання.
5. Економічна інтерпретація результатів моделювання та оцінювання статистичної значимості кількісних прогнозних показників.


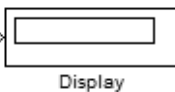
«Simulink»-модель державного регулювання зниженням тіньових потоків національної економіки наведено на рис. 6.7. Призначення основних функціональних блоків системи, використаних у моделях, розкрито в табл. 6.1.

Таблиця 6.1

**Основні функціональні блоки системи «Simulink», використані в імітаційній моделі для дослідження результативності заходів державного регулювання тіньового обороту фінансового сектору**

Блоки бібліотеки Simulink	Функціональне призначення та назва у програмі	Функціональне призначення блоку в імітаційній моделі
 Constant	<b>Constant</b> – константа, задає параметр, постійний за величиною	Константи моделей структурних рівнянь. Середньорічні темпи зростання змінних. Базові значення екзогенних та деяких ендогенних змінних
	<b>Sum, Add</b> – блок обчислення суми або різниці	Розрахунок ендогенних змінних як лінійних комбінацій незалежних змінних
	<b>Product, divide, Product of elements</b> – множення, ділення поточних значень сигналів	Обчислення прогнозних значень екзогенних змінних за методом екстраполяції
 Gain	<b>Gain</b> – множення: виконує множення вхідного сигналу на постійний коефіцієнт	Операція множення незалежної змінної під час розрахунку прямих частин структурних рівнянь
	<b>Math Function</b> – обчислення математичних функцій	Піднесення до ступеня як один із етапів прогнозування динаміки показника за умови сталих темпів його зміни в часі
 MinMax	<b>MinMax</b> – обчислення мінімального або максимального значення з усіх сигналів, що надходять на входи блоку	Для забезпечення варіації ендогенних змінних у межах обґрунтованого числового проміжку
	<b>Mux</b> – мультиплексор, об'єднувач сигналів, який об'єднує декілька вхідних сигналів у вектор	Для агрегації окремих змінних до єдиного вектора значень ендогенних змінних на різних горизонтах прогнозного періоду
 Clock Clock	<b>Clock</b> – час, формує сигнал, величина якого на кожному кроці розрахунку дорівнює поточному часу моделювання	Для визначення порядкового номера періоду модельного часу, що необхідний для дослідження результативності заходів державного регулювання тіньового обороту фінансового сектору

Закінчення табл. 6.1

Блоки бібліотеки Simulink	Функціональне призначення та назва у програмі	Функціональне призначення блоку в імітаційній моделі
	<b>Out</b> – вихід: порт вихідного з підсистеми сигналу	Для унаочнення частин моделей, у яких визначаються ендogenous змінні в Simulink-моделях
	<b>Display</b> – цифровий дисплей, який відображає значення сигналу у вигляді числа	Для виведення на екран значень ендogenous змінних в останньому прогностичному періоді

Складено автором.

Алгебраїчна сума добутків у системах лінійних рівнянь (6.5), (6.9) у середовищі «Simulink» задається застосуванням круглих блоків-суматорів. Наявність операції віднімання у моделях (рис. 6.7) реалізована застосуванням від'ємних значень констант моделей у блоках-трикутниках (у «Simulink» цей тип блоків має назву **Gain**), тому всі круглі блоки-суматори містять тільки знаки плюс («+»). Трикутні блоки-співмножники містять значення структурних коефіцієнтів  $b_i$  та  $a_i$ , що за величиною та знаком збігаються з показниками констант моделі (6.9), а за позначеннями – з константами моделі (6.5). Для кращої ідентифікації констант в назві блоків трикутників після нижнього підкреслювання («\_») подано позначення екзо- чи ендogenous змінної, величину якої слід помножити на певну константу. Динамічний характер сценарного імітаційного моделювання відображається перетворенням екзогенних змінних на кожному етапі модельного часу, тому входами блоків-трикутників є результат прогнозування на основі середньорічних темпів зростання кожної з них (хід цього процесу деталізовано далі).

Для унаочнення частин моделей, у яких визначаються ендogenous змінні в «Simulink»-реалізації, застосовано блоки-прямокутники зі скругленими сторонами (блоки **Out**), позначені відповідно до номерів ендogenous змінних 1, 2, 3, які збігаються із позначеннями систем (6.5), (6.9). Блоки **Out** в цій системі не мають спеціального розрахунково-функціонального призначення, тому їхнє видалення ніяк не вплине на роботу моделей. Для відстеження результатів моделювання системи структурних моделей «Simulink» (рис. 6.8) містять блоки **Scope**, **Display** та **To Workspace**. При виборі блоку **Scope** відкривається графічне представлення результатів моделювання. Як бачимо з рис. 6.7,

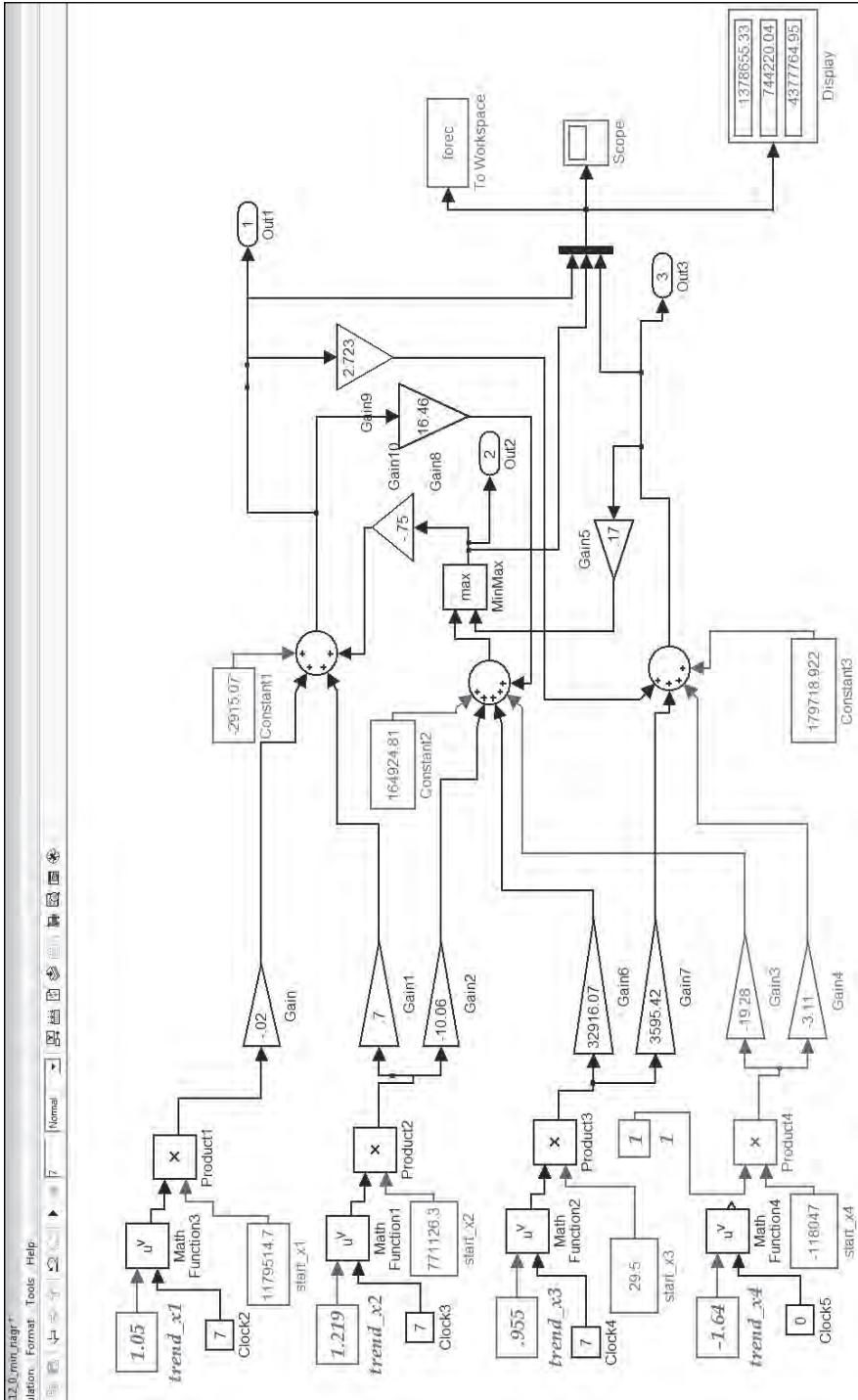


Рис. 6.7. Програмна реалізація ССР у середовищі «Simulink», призначена для дослідження результатів заходів державного регулювання тіншового обороту фінансового сектору. Складено автором.

блок *Display* відображає результати моделювання по завершенні імітаційного експерименту. Для якнайповнішого відображення значень змінних на всіх етапах модельного часу у вигляді масиву даних в робочому середовищі MATLAB застосовано блок *To Workspace*. Використання цієї можливості системи «Simulink» дало змогу зберегти результати імітаційних експериментів і здійснити їхнє опрацювання за допомогою інших комп'ютерних прикладних програм, насамперед, MS Office.

Моделювання сценаріїв економічного розвитку здійснювалось на перспективу семи років (2013–2019 рр.), що в середовищі «Simulink» відображається введенням відповідної кількості модельних періодів у віконце меню біля стрілки-трикутника, що запускає обчислювальні процеси (див. рис. 6.7).

Для одночасного аналізу динаміки кількох ендогенних змінних та їхньої чутливості до екзогенних збурень у моделях «Simulink» передбачено можливість відображення трьох ендогенних множників у блоках *Scope*, *Display* та *To Workspace*. З цією метою системи «Simulink» містять блок-мультиплексор (*Mux* – маленький вузький чорний прямокутник).

Для врахування динамічних змін екзо- та ендогенних чинників до імітаційної моделі «Simulink» було введено динамічні змінні часу. Їх у моделях відображають квадратні блоки типу *Clock*, число всередині яких відображає порядковий номер періоду прогнозування і є кількісним значенням змінної часу. Сценарне прогнозування за допомогою «Simulink» здійснювалося з огляду на припущення щодо певних змін темпів розвитку національної економіки у середньостроковій перспективі. Тому кількісні значення екзогенних і деяких ендогенних змінних екстраполювались у майбутні періоди з урахуванням обумовлених константних значень середньорічних темпів зростання. Ці значення на схемах «Simulink»-моделей наведено у константах із назвами *temp\_...*, де замість ... проставлено скорочені назви змінних, відповідно до пояснень змінних системи рівнянь (6.5).

Під час здійснення імітаційних експериментів ці значення коригувалися відповідно до обґрунтування напряму експериментів. Тому назви та значення блоків-констант, що характеризують прогнозну динаміку змін ендо- та екзогенних змінних, на рис. 6.7 виділено *жирним курсивом та іншою гарнітурою шрифту*. Як відомо, прогнозування на під-

ставі середньорічних темпів зростання передбачає застосування першої функції грошової одиниці – складний відсоток:

$$FV = PV \cdot (1+r)^t \Leftrightarrow \text{Forecast} = \text{Start}_{\dots} \cdot (\text{Temp}_{\dots})^{\text{Clock}}. \quad (6.10)$$

Формула (6.10) містить дві еквівалентні рівності – у звичних позначеннях та позначках «Simulink»-моделей: *temp\_* відповідає основі множника нарощення, показник ступеня *Clock* відображає номер прогнозного часового періоду – перетворений у кількісну величину порядковий номер модельного часу, поточна вартість чи базове значення змінної, як вже зазначалося, відповідає блоку, у назві яких є *start\_...* Піднесення у ступінь в середовищі «Simulink» реалізовано за допомогою квадратних блоків *Math Function* (блоків-функцій). Зі схем структурної моделі (див. рис. 6.7) бачимо, що блоки-функції налаштовані на показниково-ступеневу функцію (*pow*). Специфіка налаштувань блоків *Math Function* полягає в тому, що верхній вхід призначений для стрілки від блоку, що визначає основу, а нижній – від блоку, який задає величину показника ступеня. Операція множення базового значення екзогенних змінних на відповідні дисконтні множники відображена застосуванням квадратних блоків *Product* із хрестиком всередині.

Залежно від етапів імітаційного експерименту до блоків-констант із назвами *start\_x1*, *start\_x2*, *start\_x3*, *start\_x4* вносились значення відповідних екзогенних змінних за 2009–2012 рр. На основі моделювання розвитку економіки в ретроспективі проводилось тестування моделі, а безпосередньо сценарне імітаційне моделювання здійснювалось на основі параметрів національної економіки, досягнутих в 2012 р.

Безумовно, розрахунки за допомогою математичних моделей можуть не збігатись із фактичними даними. Проте деякі розбіжності можуть бути неприйнятними, особливо, якщо кількісне значення змінної не має економічного змісту. Щоб уникнути подібних помилок, ці моделі було розроблено з урахуванням суттєвого обмеження, що стосується валового нагромадження капіталу. Його величина ( $y_2$ ), не може бути ані від'ємним числом, ані дорівнювати нулеві, ані істотно знижуватись порівняно із досягнутим показником. Вивчення ретроспективної динаміки ВВП за 2005–2012 рр. привело до висновку про доволі усталене зростання валового нагромадження з року в рік на рівні 17 % ВВП. Тому в «Simulink»-моделях на зміну  $y_2$  накладено обмеження: на кожному етапі модельного часу величина валового нагромадження приймається за більшим із двох значень, одне з яких – результат структурного рівняння 2 (рівняння для  $y_2$

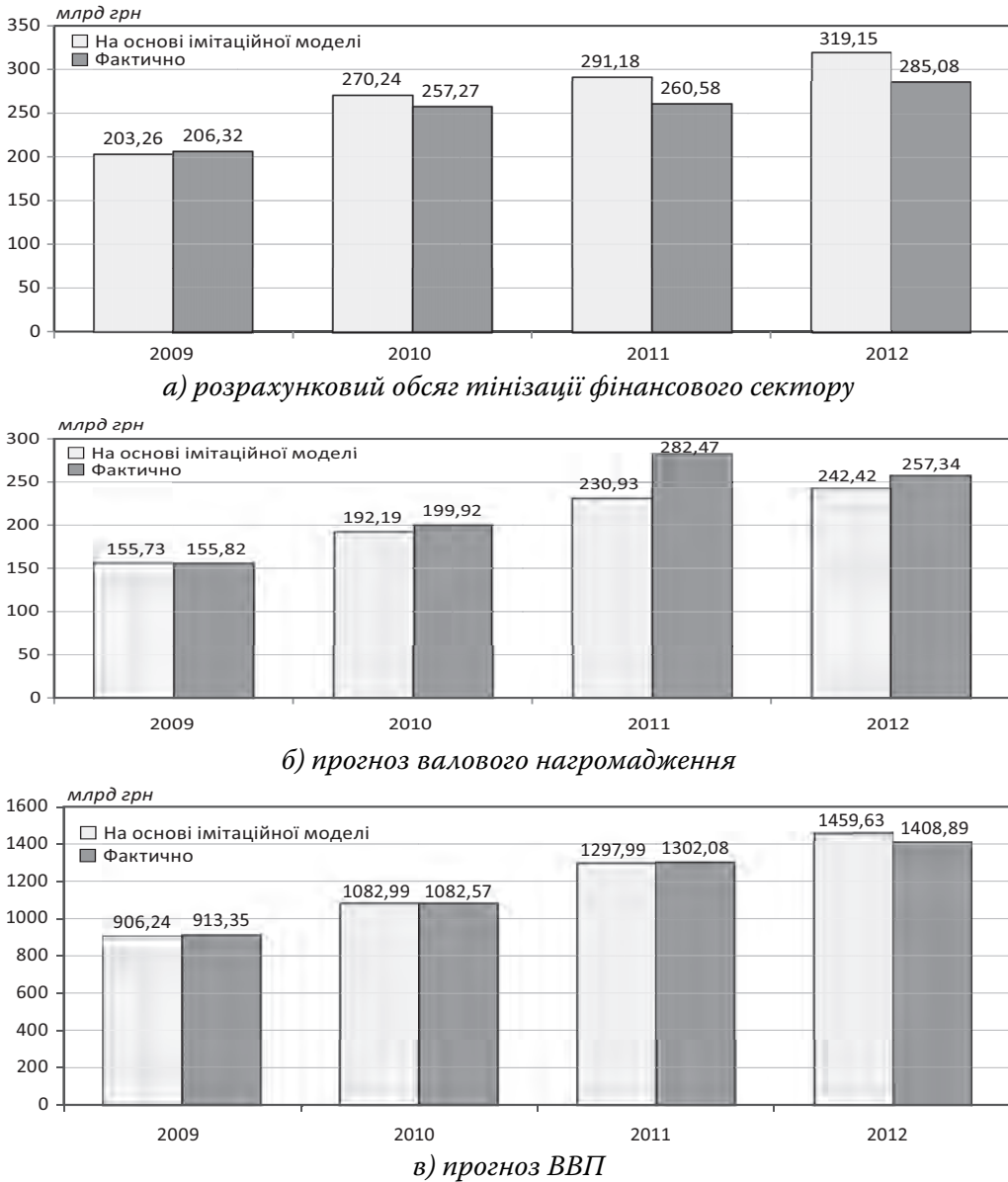
з системи (6.9)), а друге – 0,17 – від розрахункового показника ВВП, обчисленого з використанням структурного рівняння 3 (рівняння для  $u_3$  з системи (6.9)). У середовищі «Simulink» подібні операції реалізує функціональний блок *MinMax*, що має вигляд прямокутника із написом операції, на яку його налаштовано. Параметри блоку *MinMax* можуть змінюватись розробником моделі залежно від того, яка операція потрібна для цієї частини моделі – мінімум чи максимум між двома числовими значеннями. Всі перераховані ендогенні змінні не можуть необмежено зростати. Згідно із викладеним, блок налаштовано на операцію максимуму (позначення *max* на блоці на рис. 6.7). Вихід блоку *MinMax* приймається за величину ендогенної змінної  $u_2$  з використанням моделей ССР та подається на блоки-індикатори результатів (*Scope*, *Display* та *To Workspace*).

На основі кожної з «Simulink»-моделей було виконано п'ять сценарних імітаційних експериментів: перший здійснювався з метою тестування моделі на придатність до застосування і полягав у обчисленні ретроспективних результатів та порівнянні із фактичними значеннями ендогенних змінних у минулі роки. Інші імітаційні експерименти з використанням «Simulink»-моделей були спрямовані на прогнозування найважливіших економічних результатів боротьби з тіньовою економікою залежно від вибору того чи іншого заходу із обмеження нелегальних грошових потоків банків і страховиків.

Тестування моделі здійснювалось шляхом розрахунку ендогенних змінних за 2009–2012 рр. й зіставлення результатів моделювання із фактичними даними.

Результати тестового моделювання у зіставленні із фактичними показниками економічного розвитку зведено на діаграмах рис. 6.8. Найменші розбіжності із фактичними даними виявлено для розрахункових показників ВВП. У середньому помилка розрахунків становить 0,64 %, що дає підстави вважати розроблену імітаційну модель придатною для подальших досліджень. Враховуючи економічні взаємозв'язки між ендогенними змінними, структурна модель одночасно агрегує помилки розрахунків по кожному із рівнянь системи, а тому розбіжності між фактичними та розрахунковими показниками валового нагромадження та оціночного показника тіньового обороту банків і страховиків виявились більш суттєвими. В середньому валове нагромадження модель занизила на 7 %, а рівень тінізації фінансових організацій – завищила на 6,81 %.





**Рис. 6.8. Результати тестування імітаційної моделі щодо адекватності апроксимації ретроспективних даних**

Складено за даними: Національні рахунки // Державна служба статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://ukrstat.gov.ua>; Основні показники діяльності банків України // Національний банк України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=1338094&cat\\_id=55838](http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=1338094&cat_id=55838).

Сценарії економічного розвитку із застосуванням імітаційної моделі полягали у такому:

1. Базовий сценарій, розроблений на основі припущення про збереження досягнутих у 2010–2012 рр. темпів зростання всіх екзогенних змінних сукупних активів банків і страховиків, грошового агрегату M2, асигнувань на утримання держфінмоніторингу та чистого експорту. Програмна реалізація цього сценарію у середовищі «Simulink» наведена на рис. 6.7. Термін прогнозування – сім років (2013–2019 рр.).
2. Сценарій щорічного зменшення бюджетних видатків на Держфінмоніторинг на 5 %, що в системі «Simulink» реалізується коригуванням константи *trend\_x2*, можливість якого пояснюється хронічним дефіцитом державного бюджету та тенденціями до оптимізації державного сектору економіки.
3. Протилежний попередньому, цей сценарій передбачає щорічне зростання на 20 % асигнувань на утримання спеціально уповноважених органів державної влади, діяльність яких спрямована на зниження нелегальної економічної діяльності. Можливість такого сценарію пов'язана із необхідністю реформування системи органів державної влади, а також із урахуванням результатів кореляційно-регресійного аналізу впливу факторів на ВВП. Програмна реалізація такої регуляторної політики в середовищі «Simulink» здійснювалась аналогічно до попереднього – шляхом коригування константи *trend\_x2*.
4. Поєднання стримувальної бюджетної політики (зазначеної в п. 2) із одночасним регуляторним стримуванням функціонування фінансового ринку, економічні наслідки якого призведуть до скорочення кількості банків й страхових компаній, а отже, й їхніх сукупних активів щороку на 5 %. Подібні наслідки, насамперед, спостерігатимуться при обмеженні сум фінансових операцій, умов їхнього здійснення, істотному посиленні вимог до структури капіталу банків та страховиків. Коригування імітаційної моделі у зв'язку з таким сценарієм регуляторної політики в середовищі «Simulink» полягало у зміні значень констант *trend\_x1* та *trend\_x2*.
5. Поєднання стримувальної бюджетної політики (зазначеної в п. 2) із одночасним послабленням обмежень діяльності банків і страховиків, унаслідок чого їхні сукупні активи зростатимуть на 5 % щороку. Доцільність такого сценарію пояснюється, насамперед, сум-

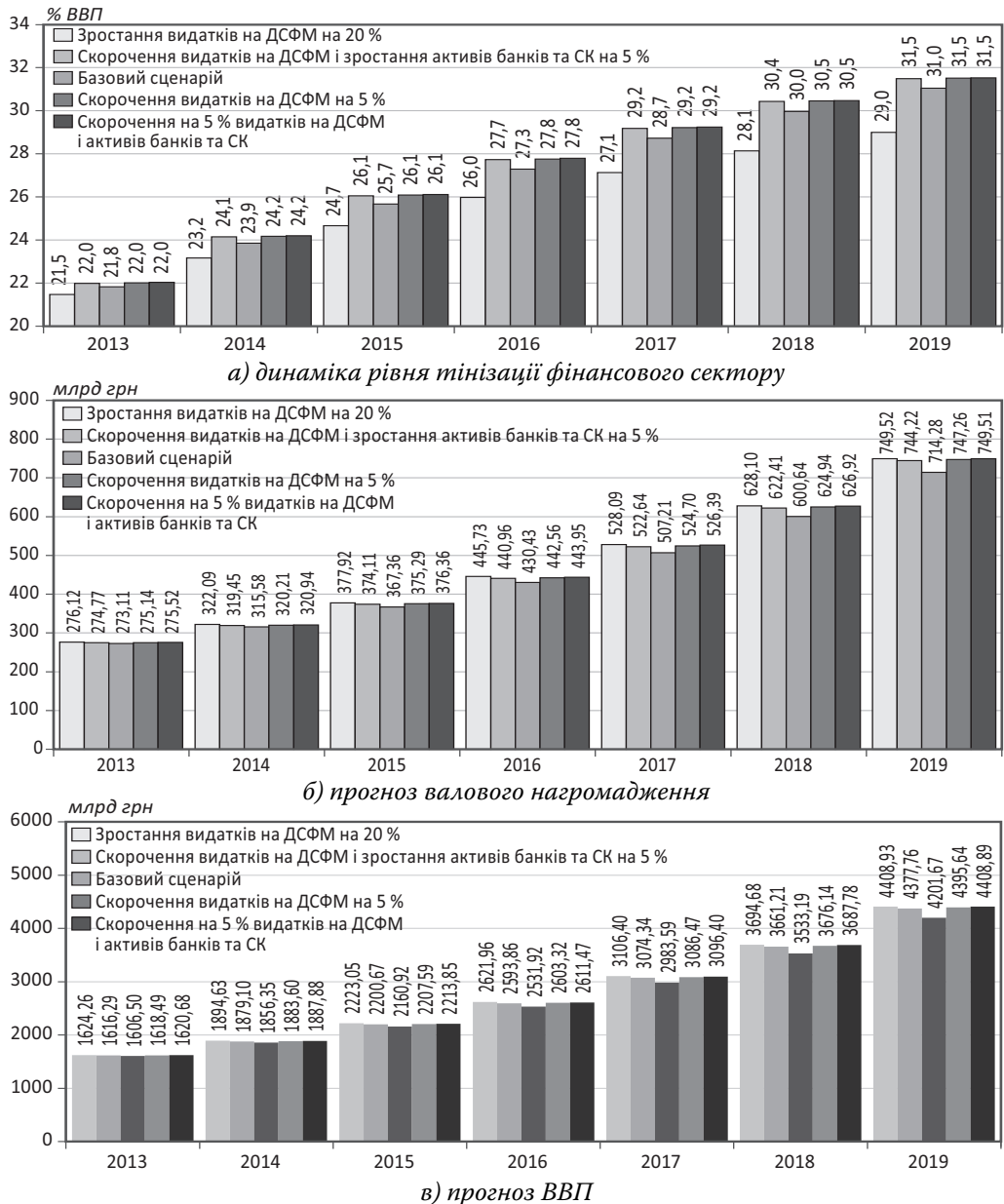
нівною ефективністю надмірних обмежувальних заходів, наслідком яких може виявитись активізація нелегального ринку фінансових послуг, а також наведені результати кореляційно-регресійного аналізу. Коригування імітаційної моделі у зв'язку із таким сценарієм здійснювалось шляхом введення відповідних значень констант *trend\_x1* та *trend\_x2*.

Результати розрахунків за кожним із сценаріїв наведено на діаграмах (рис. 6.9). Згідно з результатами моделювання, за будь-якого зростання ВВП рівень тінізації фінансової системи, виражений у відсотках до ВВП, зростатиме (рис. 6.9а). Однак найменші темпи розгортання нелегальної фінансової діяльності виявлено у разі застосування сценарію № 3, що передбачає щорічне 20-відсоткове збільшення бюджетних асигнувань на ДСФМ чи аналогічну структуру.

Безперечно, при цьому потрібно обґрунтовано передбачати очікувані результати бюджетних програм та контролювати їх досягнення. Пропозиції щодо поліпшення інформаційної підтримки визначення цільових показників державної політики зниження тіньового обороту банків і страховиків буде викладено в наступному підрозділі.

Відповідно до розрахунків прогнозних обсягів валового нагромадження та ВВП (рис. 6.9 б, в) встановлено приблизно однакову ефективність наслідків сценаріїв № 3 та 7. Хоча вони передбачають різноспрямовані заходи, їхня реалізація забезпечить вищі темпи зростання національної економіки порівняно з іншими варіантами. При цьому зауважимо, що найнижчі показники валового нагромадження й ВВП виявлено для сценарію № 1, за якого не очікується жодних змін в існуючій системі регулювання легальності операцій фінансових організацій та державній політиці оптимізації видатків.

Узагальнюючи результати імітаційних експериментів, все ж не вважаємо за доцільне застосовувати обмеження бюджетних асигнувань та жорстке посилення нагляду за рухом капіталів банків і страховиків – адже зазначені заходи лише збільшать монополізацію ринку фінансових послуг унаслідок укрупнення капіталу фінорганізацій та спричинять поширення більш витончених тіньових схем. Способом покращання державної системи протидії тіньовим потокам банків та страховиків є реорганізація чинних органів виконавчої влади. Зазначена реорганізація має бути спрямована на централізацію функції контролю легальності грошових потоків фінансового сектору. Проте ретельного обґрунтування потребує методологія визначення економічного ефекту від такої реорганізації.



### Рис. 6.9. Імітаційне моделювання результатів проведення заходів державного регулювання тіньового обороту банків і страховиків

Складено за даними: Національні рахунки // Державна служба статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://ukrstat.gov.ua>; Основні показники діяльності банків України // Національний банк України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=1338094&cat\\_id=55838](http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=1338094&cat_id=55838).

### **6.3. ОБҐРУНТУВАННЯ ЦІЛЬОВИХ ПОКАЗНИКІВ ЕФЕКТИВНОСТІ ДЕРЖАВНОГО РЕГУЛЮВАННЯ ФІНАНСОВИХ ПОТОКІВ І ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ СТІЙКОСТІ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ (НЕЧІТКО-МНОЖИННИЙ ПІДХІД)**

Діяльність із забезпечення боргової стійкості фінансів країни передбачає ретельний контроль за динамікою як зовнішнього, так і внутрішнього боргів. Це означає, що ефективність протидії тіншовим фінансовим потокам може бути зведено нанівець у випадку, коли витрати на утримання підрозділів, відповідальних за реалізацію державної політики у сфері управління фінансами, будуть більшими, ніж обсяг коштів, виведених з нелегального обороту до грошової маси країни. Аналогічний підхід стосується й величини грошових потоків, які могли б перетекти до неофіційної економічної діяльності за відсутності заходів із протидії ухилянню економічних суб'єктів від легалізації всіх своїх господарських операцій з грошовими коштами. Втім, точно оцінити ефективність державних витрат на боротьбу із нелегальними фінансовими потоками, а отже, і їхній вплив на посилення боргової стійкості фінансової системи майже неможливо. Однак використання інноваційних методів наукових досліджень, зокрема засобів інтелектуального аналізу даних, дає змогу отримати приблизні вартісні оцінки результатів діяльності із протидії тіншовим фінансовим потокам, легалізації доходів, одержаних злочинним шляхом. У свою чергу, результати подібних розрахунків можуть слугувати індикатором змін стійкості фінансової системи країни внаслідок здійснення системи заходів із детінізації грошових потоків економічних суб'єктів. У цьому розділі пропонуємо авторську розробку системи штучного інтелекту, спрямованої на обґрунтування цільових показників якості діяльності органів державної влади в напрямі посилення боргової стійкості фінансів держави через детінізацію грошового обороту.

Державна служба фінансового моніторингу України є центральним органом виконавчої влади, що реалізує державну політику у сфері запобігання та протидії легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, або фінансуванню тероризму. Таким чином, ця служба відіграє найважливішу роль у державній системі протидії таким процесам. Основні зусилля Державної служби фінансового моніторингу України (далі – Держфінмоніторинг України) нині спрямовані на імплементацію в національне законодавство нових вимог стандартів FATF щодо проти-

дії відмиванню коштів, фінансуванню тероризму та розповсюдженню зброї масового знищення, які були прийняті FATF у 2012 р. Держфінмоніторинг України є центральним органом виконавчої влади, що координується через Міністра фінансів України. Держфінмоніторинг України утримується за рахунок коштів державного бюджету та здійснює видатки виключно в межах бюджетних асигнувань, затверджених у Державному бюджеті України на відповідний рік. У зв'язку з цим ефективність використання державних коштів, спрямованих на зниження злочинної економічної діяльності визначається, окрім загального економічного ефекту, низкою показників, наведених у щорічних звітах про виконання бюджету за бюджетними програмами Державної служби фінансового моніторингу України.

З позицій результативності протидії злочинній економічній діяльності заслуговують на увагу, по-перше, показники продукту (кількість заведених досьє, кількість запитів, направлених до іноземних підрозділів фінансової розвідки, кількість запитів до суб'єктів фінансового моніторингу щодо надання інформації, кількість суб'єктів первинного фінансового моніторингу, які стали на облік, кількість методично-освітніх заходів, проведених та у яких взято участь Держфінмоніторингом України для суб'єктів фінансового моніторингу і державних органів, кількість методично-роз'яснювальних документів, підготовлених Держфінмоніторингом України у сфері протидії відмиванню доходів, одержаних злочинним шляхом, кількість повідомлень про фінансові операції, що підлягають фінансовому моніторингу, оброблених Держфінмоніторингом України, кількість проведених перевірок суб'єктів фінансового моніторингу). По-друге, показники ефективності (кількість оброблених повідомлень у сфері протидії відмиванню доходів, одержаних злочинним шляхом та фінансуванню тероризму на одного працівника Держфінмоніторингу України, відношення кількості проведених перевірок суб'єктів фінансового моніторингу до кількості запланованих перевірок суб'єктів фінансового моніторингу). По-третє, показники якості (відсоток проектів узагальнених матеріалів, які були схвалені експертною комісією для передачі до правоохоронних органів). Зазначені показники змінюються з року в рік, причому їхня динаміка може істотно відрізнятись від динаміки показників витрат на утримання Держфінмоніторингу та чисельності працівників цієї служби.

Загальний економічний ефект від діяльності Держфінмоніторингу полягає у зниженні обсягів нелегальної економічної діяльності в масш-

табах країни і може бути визначений лише опосередковано, про що йшлося в попередніх розділах. Зокрема, вважаємо за доцільне обрати в ролі критеріального показника ефективності державної протидії злочинній економічній діяльності вартість арештованого майна і грошових коштів. На користь такого вибору свідчить той факт, що вилучені з обігу цінності протягом певного часу перебуватимуть під контролем, а отже, не можуть використовуватись у нелегальних оборотах, пов'язаних із тіньовими припливами-відпливами до грошової маси країни.

Вартість арештованого майна в 2012 р. становила майже 475,5 млн грн, що у 2,23 раза вища, ніж у 2010 р., коли вартість арештованих цінностей дорівнювала 213,4 млн грн. Тобто середньорічні темпи приросту економічного ефекту від фінансової розвідки сягають 50 %, а **еластичність економічного ефекту від витрат на державне регулювання**, обчислена як співвідношення темпів приросту економічних результатів та понесених при цьому витрат, в останні три роки (2010–2012 рр.) становить – 2,5 (50 % / (–20,5 %)).

На підставі виконаного аналізу можна виявити такі емпіричні закономірності, які, незважаючи на дещо умовний, суб'єктивний характер, повинні використовуватись під час планування діяльності будь-якого органу державної влади, робота якого спрямована на боротьбу з тіньовою економікою:

- економічний ефект від скорочення нелегальної економічної діяльності має виражатись у збільшенні вартості цінностей, на які накладено арешт;
- одночасне зростання кількох статей державних асигнувань та чисельності працюючих повинне забезпечувати прискорене зростання економічного ефекту. Це означає, що підвищення витрат на оплату праці, на відрядження, поточні видатки й комунальні платежі, збільшення чисельності працюючих на певну кількість відсотків має призводити не менш ніж до півторазового зростання вартості цінностей, вилучених із злочинного обороту;
- економія видатків на службу державної протидії злочинним фінансовим операціям не повинна негативно позначатися на економічному ефекті, який досягається в масштабах національної економіки. Це означає, що у разі зменшення чисельності держслужбовців, скорочення поточних і комунальних видатків уповноваженого органу державної влади, в тому числі і за рахунок реорганізації, вартість цінностей, що вилучаються із тіньового обороту, не повинна

знижуватися, порівняно із попередніми періодами. Згідно з виконаними розрахунками, критична межа економічного ефекту повинна перевищувати мінімальне значення, виявлене в 2008 р., що дає змогу встановити нижню межу вартості арештованих цінностей на рівні 0,02 % агрегату М2 грошової маси країни.

З огляду на викладене вважаємо за доцільне удосконалити процес обґрунтування цільових показників в умовах невизначеності щодо змін макроекономічного середовища та транспарентності грошових потоків у фінансовій системі країни за допомогою системи штучного інтелекту, розробленої на основі нечіткого висновку типу Сугено. Системи нечіткого висновку уможливають отримання чіткого кількісного значення результативного показника, що має назву вихідної змінної, за умов неповної інформації та невпевненості щодо істинності кількісної залежності між факторами – вхідними змінними та результатом.

В основу проектування систем нечіткого висновку (фаззі-алгоритмів від англ. *fuzzy* – нечіткий) покладено експертні знання або дані вибірки спостережень про реальні процеси економічних, технічних, соціальних та інших систем. Взаємозв'язок між змінами вхідних та вихідної змінної відображає система правил, а чіткі кількісні значення змінних задаються як елементи нечітких множин, які характеризуються не лише фактичним значенням, але й мірою впевненості ( $\mu$ ) щодо належності цього значення до певної сукупності спостережень, що в теорії нечітких множин називається лінгвістичним термом. Так, зростання видатків на оплату праці працівників бюджетної установи на 8 % має чітке значення 5, але із деякою, не обов'язково 100-відсотковою мірою впевненості може бути охарактеризованим як «значне зростання».

Згідно з теорією нечітких множин поняття «значне зростання бюджетних видатків» є лінгвістичним термом, тобто нечіткою множиною, яка об'єднує пари числових значень, одне з яких – певний відсоток зростання бюджетних видатків, друге – число в межах від 0 до 1, що характеризує міру впевненості в тому, що визначений відсоток зростання бюджетних видатків може бути охарактеризований як значне зростання. Зокрема, пара чисел 5 %/0,6 свідчить, що 5-відсоткове зростання держвидатків можна визнати значним із мірою впевненості 60 % (тобто 0,6), а не 100 %. Тобто для цього прикладу  $\mu = 0,6$ . Як зазначалось раніше, міра впевненості встановлюється на основі узагальнення експертних оцінок, отриманих від компетентних фахівців, або за допомогою процедур статистичного аналізу даних, таких як кластерний аналіз. Залежність між



мірою впевненості щодо належності нечіткій множині певного чіткого значення, тобто числового значення деякого показника, виражається за допомогою функції належності. Якщо виразити чітке значення показника як  $x$ , функція належності у символічному позначенні матиме такий узагальнений вигляд:

$$\mu(x) = f(x), \quad (6.11)$$

де  $f(x)$  – деяка функція, що дає змогу перетворити будь-яке число у величину в інтервалі від 0 до 1. Тип функції належності залежить від характеру лінгвістичного терму, який може характеризувати величину, обмежену з двох сторін (тоді вживатимуться слова – лінгвістичні конструкції типу «в середньому», «близько...», наприклад, «майже 8 %»), або тільки з однієї сторони (тоді вживатимуться слова-лінгвістичні конструкції типу «великий», «підвищення», «більше...», чи «малий», «зниження», «менше», наприклад, «зростання видатків» або «економія коштів»).

Сукупність функцій належності вхідних (входів) та вихідних (виходів) змінних та логічних правил взаємозв'язку лінгвістичних термів входів і виходів являють собою нечітку базу знань фаззі-алгоритму. Для цілей покращання інформаційної підтримки державного регулювання вважаємо за доцільне задати у базі знань вихідну змінну у вигляді сукупності чітких чисел, що показують співвідношення арештованого майна та інших цінностей до грошової маси країни. Відповідно до результатів аналізу, досягне для фінансової розвідки співвідношення вилучених з нелегального обороту цінностей до грошової маси (M2) становить 0,055 %. Це відповідає результатам 2011–2012 рр. Найнижче значення вихідної змінної – 0,02 % вже було обґрунтовано.

На нашу думку, обсяг цінностей, вилучених із нелегального обороту, не повинен бути меншим за 0,02 % грошової маси, що перебуває в обігу у відповідному періоді. З урахуванням даних ретроспективного аналізу арешт майна на суму понад 5,5 млрд грн у 2009 р. є винятковим випадком. Малоімовірним видається щорічне збільшення цього показника понад встановлену суму. Усреднюючи максимальне та модальне значення співвідношення вартості арештованого майна та грошової маси, пропонуємо вважати величину 0,25 % порогом досяжної ефективності. Тобто, якщо за підсумком року вартість цінностей, на які накладено арешт, становить 0,25 % грошового агрегату M2, що обслуговував національну економіку за цей період, роботу фінансової розвідки варто визнати ефективною.

Застосування чітких значень вихідної змінної замість нечітких множин можливе у системах нечіткого висновку типу Сугено. У таких алгоритмах нечіткого висновку за допомогою правил нечітких продукцій вихідна змінна визначається як константа, а типова форма правила така<sup>290</sup>:

$$\text{Якщо «}\beta_1 \text{ це } \alpha' \text{ та } \beta_2 \text{ це } \alpha''\text{», то «}\omega = \gamma_1\text{»,} \quad (6.12)$$

де:  $\beta_1, \beta_2, \alpha'$  – терми вхідних та вихідної лінгвістичних змінних;  $\gamma_1$  – деяке значення-константа вихідної змінної.

Результуюче значення виходу знаходять як суперпозицію лінійних законів чи констант шляхом обчислення зваженого середнього:

$$y = \frac{\sum_{j=1}^m (\mu_{Y_j} \cdot Y_j)}{\sum_{j=1}^m \mu_{Y_j}}, \quad (6.13)$$

де:  $Y_j$  – чітке значення вихідної змінної відповідно до  $j$ -го правила;  $\mu_{Y_j}$  – міра істинності  $j$ -го правила;  $m$  – кількість правил нечіткої бази знань.

**Основні етапи алгоритму нечіткого висновку типу Сугено** було наведено на рис. 6.10.

Система нечіткого висновку типу Сугено, запропонована нами для поліпшення інформаційної підтримки обґрунтування показників ефективності, містить чотири вхідні змінні та одну вихідну. Алгоритм нечіткого висновку включає чотири вхідні змінні, що характеризують виражені у відсотках щорічні прирости витрат на утримання та чисельності працівників служби (рис. 6.11).

Нечітку базу знань пропонованого фаззі-алгоритму визначено на основі таких міркувань. Діапазони чітких значень вхідних змінних, тобто універсальні множини (універсум) у термінології теорії нечітких множин, встановлено на основі ретроспективного аналізу ретроспективної динаміки відповідних показників статей витрат і чисельності персоналу за 2005–2012 рр. (табл. 6.2). З метою запобігання надмірного ускладнення обчислень та суперечливості логічних висновків кожна вхідна змінна містить по два терми: зростання та зниження. Ці нечіткі множини характеризують поняття, обмежені тільки з однієї сторони: зростання має нижню межу – насамперед темп зростання не може бути від'ємним чис-

<sup>290</sup> Штовба С. Д. Проектирование нечетких систем средствами MATLAB / С. Д. Штовба. – М. : Горячая линия – Телеком, 2007. – С. 78.



Рис. 6.10. Алгоритм виконання нечіткого логічного висновку типу Сугено за спрощеною схемою (вихідна змінна задається у вигляді констант)

Складено автором.

лом, однак дуже мале значення приросту показника визнається як зростання лише з деякою незначною мірою впевненості. Аналогічно, зниження не може характеризуватись додатним значенням абсолютного чи відносного приросту показника, а рівень упевненості в тому, що зміна показника в часі є зниженням, зростає в міру збільшення абсолютного

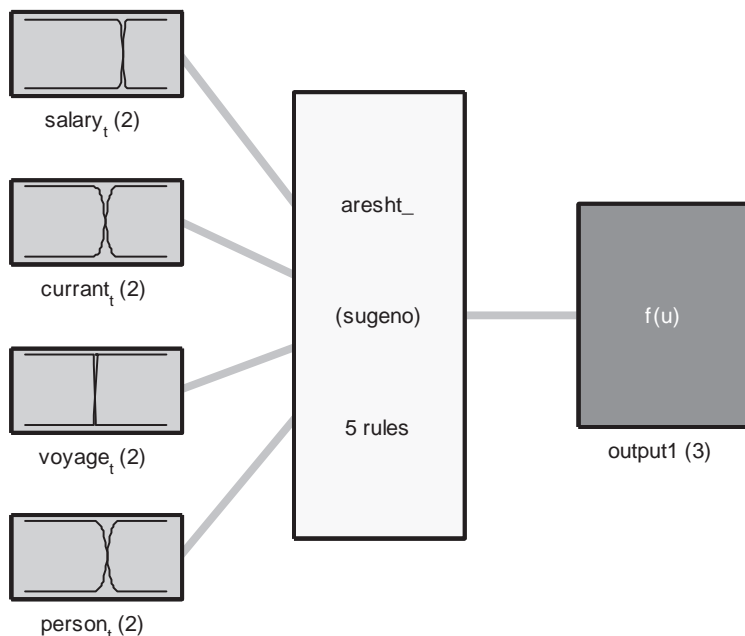


Рис. 6.11. Фаззі-алгоритм для інформаційної підтримки обґрунтування показників ефективності

Складено автором.

значення від'ємного темпу приросту. Функції належності всіх без винятку нечітких множин – термів вхідних змінних – обрано сигмоїдального типу, що одночасно може характеризувати лінгвістичні змінні на позначення необмежених і зверху, і знизу величин.

Сигмоїдальна функція є нелінійною та в загальному вигляді задається формулою:

$$\mu_j(u_i) = \frac{1}{1 + e^{-a(u_i - b)}}, \quad (6.14)$$

де:  $a$ ,  $b$  – числові параметри, які можуть набувати довільних дійсних значень;  $e$  – основа натуральних логарифмів. При цьому параметр  $b$  задає координату переходу через 0,5. Інакше кажучи, параметру  $b$  відповідає максимальна невизначеність щодо належності чіткого значення до нечіткої множини, коли **ентропія суджень** досягає максимального значення 0,5. У міру віддалення від цієї константи ( $b$ ) у той чи інший бік упевненість щодо належності певного показника терм-множині або прискорено зростає, наближаючись до 1, або прискорено скорочується,

Таблиця 6.2

**Функції належності вхідних змінних, використані при побудові  
алгоритму нечіткого висновку для обґрунтування  
цільових показників діяльності**

Назва терму	Аналітичний вираз функції належності
Змінна, % приросту середньомісячної заробітної плати ( <i>salary</i> ), $u_s \in [-10,8; 25,8]$	
низький	$\mu_{sal}^l(u_s) = \frac{1}{1 + e^{4,18 \cdot (u_s - 14,47)}}$
високий	$\mu_{sal}^h(u_s) = \frac{1}{1 + e^{-4,18 \cdot (u_s - 14,47)}}$
Змінна, % приросту поточних і комунальних видатків ( <i>current</i> ), $u_c \in [-74,2; 63,4]$	
низький	$\mu_{curr}^l(u_c) = \frac{1}{1 + e^{1,18 \cdot (u_c - 4,10)}}$
високий	$\mu_{curr}^h(u_c) = \frac{1}{1 + e^{-1,18 \cdot (u_c - 4,10)}}$
Змінна, % приросту видатків на відрядження ( <i>voyage</i> ), $u_v \in [-71,1; 117,5]$	
низький	$\mu_v^l(u_v) = \frac{1}{1 + e^{4,68 \cdot (u_v - 15,94)}}$
високий	$\mu_v^h(u_v) = \frac{1}{1 + e^{-4,68 \cdot (u_v - 15,94)}}$
Змінна, % приросту чисельності працюючих ( <i>person</i> ), $u_p \in [-22,6; 22,6]$	
низький	$\mu_p^l(u_p) = \frac{1}{1 + e^{1,05 \cdot (u_p - 3,64)}}$
високий	$\mu_p^h(u_p) = \frac{1}{1 + e^{-1,05 \cdot (u_p - 3,64)}}$

Складено автором.

асимптотично наближаючись до 0. Константа  $a$  характеризує коефіцієнт крутизни, а її знак визначає форму кривої й тип функції належності. Так, для зростаючих функцій належності, необхідних для завдання нечітких множин, що характеризують зростання, параметр  $a$  додатній. Натомість

для спадних функцій належності, що використовуються для термів, які характеризують спадання вхідної змінної, параметр  $a$  завжди від'ємний. Звичайно, найбільшій невизначеності відповідає середній рівень прояву ознаки чи величини певного показника у досліджуваній вибірці: таке середнє значення не можна із 100-відсотковим рівнем упевненості визнати як великим (зростаючим з урахуванням призначення проєктованого фаззи-алгоритму), так і малим, спадним. Міра крутизни нелінійної функції сигмоїдального типу повинна встановлюватись з урахуванням волатильності значень досліджуваної змінної.

Пропонуємо визначити коефіцієнт крутизни  $a$  на підставі формули стандартного відхилення для рівномірного розподілу:

$$a = \frac{b_i}{2 \cdot \sqrt{3}}, \quad (6.15)$$

де:  $b_i$  – середні значення показників-входів фаззи-алгоритмів, визначені на основі вибірки ретроспективних даних.

Таким чином, параметри сигмоїдальних функцій належності входів визначались на основі середніх значень та стандартних відхилень показників діяльності, обчислених для ретроспективної вибірки спостережень за 2005–2012 рр. На рис. 6.12 представлено графік термів вхідної змінної «Приріст поточних видатків» (*current* – у позначеннях програмного середовища MATLAB, у якому здійснювалось проєктування фаззи-алгоритму).

Функції належності термів вхідних змінних та нечітку базу правил систематизовано у табл. 6.3–6.4.

Таблиця 6.3

**Константи вихідної змінної – співвідношення вартості арештованого майна до суми грошового агрегату M2 для обґрунтування цільових показників діяльності**

Змінна «aresht», вартість арештованих цінностей, % від агрегату M2	
Назва терму	Значення константи
Низька ( <i>l</i> )	0,020
Середня ( <i>m</i> )	0,055
Висока ( <i>h</i> )	0,250

Складено автором.

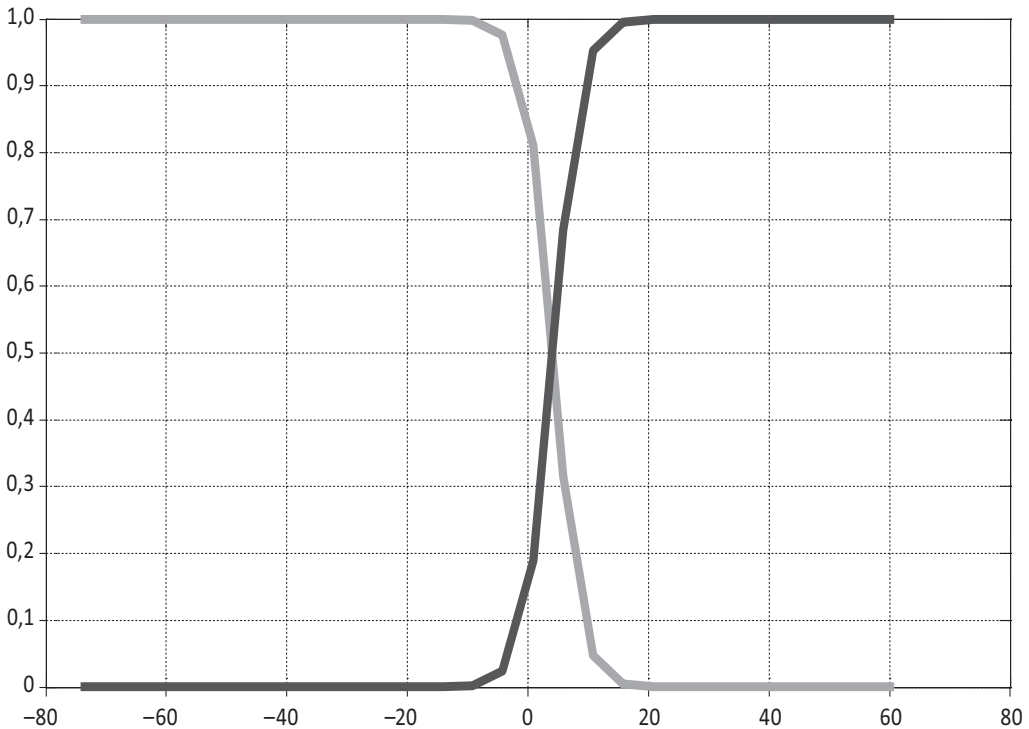


Рис. 6.12. Графік термів вхідної змінної  
«Приріст поточних видатків»

Складено автором.

У табл. 6.4 наведено системи правил нечітких продукцій. Їхня кількість обмежена п'ятьма через такі міркування:

- одночасне зростання державних асигнувань за всіма статтями фінансування передбачає максимально можливу віддачу;
- зростання будь-якої із статей видатків економічно не виправдано лише у разі зниження економічного ефекту державного регулювання. Інакше кажучи, співвідношення вартості арештованих цінностей, виражене у відсотках від агрегату М2, не повинно знижуватись, порівняно із певним середнім рівнем;
- зниження обсягів фінансування органу державної влади, як і скорочення чисельності працюючих, є дестимулюючим чинником, а тому не варто очікувати на зростання макроекономічного ефекту від подібної оптимізації держвидатків.

**Нечітка база правил для обґрунтування  
цілових показників діяльності**

№ з/п	Якщо							то
	<i>salary</i>	⊖	<i>current</i>	⊖	<i>voyage</i>	⊖	<i>person</i>	<i>aresht</i>
	«% приросту середньо-місячної заробітної плати»	Логічна зв'язка	«% приросту поточних і комунальних видатків»	Логічна зв'язка	«% приросту видатків на відрядження»	Логічна зв'язка	«% приросту чисельності працюючих»	Вартість арештованих цінностей, % від агрегату М2
1	висока	ТА	висока	ТА	висока	ТА	висока	висока
2	низька	ТА	низька	ТА	низька	ТА	низька	низька
3	висока	×	×	×	×	×	×	середня
4	×	×	висока	×	×	×	×	середня
5	×	×	×	×	×	×	висока	середня

Складено автором.

**Агрегація передумов правил та дефазифікація**, тобто розрахунок чіткого вихідного значення співвідношення вартості арештованого майна й грошового агрегату М2, здійснюється за формулою (6.13) у такий спосіб:

$$aresht = \frac{0 \cdot 0,25\% + 0,255 \cdot 0,02\% + 0 \cdot 0,055\% + 0,744 \cdot 0,055\% + 0,003 \cdot 0,055\%}{0 + 0,255 + 0 + 0,744 + 0,003} \approx 0,046\%. \quad (6.16)$$

Таким чином, вартість цінностей, вилучених протягом 2013 р., не повинна бути меншою за 0,046 % грошового агрегату М2 (станом на грудень). Якщо припустити, що темпи зростання грошової маси М2 досягнуть лише 4 % (прогноз інфляції на 2013 р.), то агрегат М2 дещо перевищить 800 млрд грн. За таких умов показник якості роботи фінансової розвідки у грошовому вимірі повинен перевищувати 370 млн грн. Порівнюючи фактичну вартість майна, вилученого із злочинного обороту із запланованим показником, можна виявити якість роботи. Тому вважаємо за доцільне доповнити систему результативних показників ще



одним показником якості – вираженим у відсотках співвідношенням вартості майна, на яке протягом звітного періоду накладено арешт, із аналогічним плановим показником. Для визначення останнього і призначена запропонована система нечіткого висновку.

Зважаючи на прозорість обчислювальних процедур нечітких алгоритмів і можливість реалізації алгоритму типу Сугено виключно за рахунок операцій елементарної математики, стає можливим реалізувати інтелектуальну систему планування **цільових показників діяльності** засобами MS Excel. Така реалізація дає змогу використовувати фаззі-систему широким колом користувачів, оскільки не потребує спеціального програмного забезпечення та додаткового навчання персоналу.

На рис. 6.13 наведено можливий варіант інтелектуальної системи розрахунку планового значення співвідношення вартості арештованого майна до грошової маси (агрегат M2) в програмному середовищі MS Excel. Користувачеві необхідно лише ввести значення планового приросту чотирьох вхідних змінних у виділені кольором клітинки B2:E2 (на рисунку). Програма автоматично обчислює відсоток вилучених із злочинного обороту цінностей від грошового агрегату M2 згідно з формулою (6.13), видаючи результат у позначеній кольором клітинці I1. Складові цієї формули (6.13) – чисельник і знаменник, а також загальний результат додатково обчислюються в клітинках Q21, P22 та Q23, що також виділені кольором і містять той же результат, що й I1. Крім того, користувач може ввести планове значення грошового агрегату M2 станом на кінець планового періоду до об'єднаної клітинки J2:K2 та отримати в блоці клітинок I4:K4 (позначених кольором та зі збільшеним розміром шрифту на рис. 6.13) мінімальну величину вартості майна, на яке накладено арешт, що забезпечуватиме ефективність додаткових бюджетних асигнувань.

Формули у зазначених клітинках звичайно ґрунтуються на результатах обчислення істинності правил нечіткої бази знань ( $\mu_{Y_j}$ ) у діапазоні P16:P20, їх зведено в табл. 6.5.

Нечітка база правил – сукупність логічних конструкцій типу «якщо... то...» наведена у блоці клітинок A14:Q20. **Поруч із термами умов та константами висновків правил в електронній таблиці розраховуються** відповідні значення функцій належності. З цією метою для термів вхідних змінних у клітинках біля кожного терму введено формули-посилання на значення функцій належності, розраховані в блоці G5:G12.

Функції належності вхідних змінних													
Зміна	Терми		Параметри		Функції належності вхідних змінних		Функції належності вхідних змінних		Функції належності вхідних змінних		Функції належності вхідних змінних		
	низький	високий	b	a	b	a	b	a	b	a	b	a	
1	Цілі водні значення	12.30	5.00	6.00	-2.0	Ціле значення вихідної змінної	0.046%	Прогнозний обсяг грошової маси (агрегат M2)	800	млрд грн	млн грн	368.67	
2	Цілі водні значення	12.30	5.00	6.00	-2.0	Ціле значення вихідної змінної	0.046%	Прогнозний обсяг грошової маси (агрегат M2)	800	млрд грн	млн грн	368.67	
3	Зміна	Терми	Параметри		Функції належності вхідних змінних		Функції належності вхідних змінних		Функції належності вхідних змінних		Функції належності вхідних змінних		
4	% приросту середньомісячної зарплати	низький	b=14.47	a=-4.177	1.000	Ціле значення вихідної змінної	0.046%	Прогнозний обсяг грошової маси (агрегат M2)	800	млрд грн	млн грн	368.67	
5	% приросту середньомісячної зарплати	високий	b=14.47	a=4.177	0.000	Ціле значення вихідної змінної	0.046%	Прогнозний обсяг грошової маси (агрегат M2)	800	млрд грн	млн грн	368.67	
6	% приросту середньомісячної зарплати	низький	b=4.098	a=-1.183	0.256	Ціле значення вихідної змінної	0.046%	Прогнозний обсяг грошової маси (агрегат M2)	800	млрд грн	млн грн	368.67	
7	% приросту середньомісячної зарплати	високий	b=4.098	a=1.183	0.744	Ціле значення вихідної змінної	0.046%	Прогнозний обсяг грошової маси (агрегат M2)	800	млрд грн	млн грн	368.67	
8	% приросту середньомісячної зарплати	низький	b=15.94	a=-4.601	1.000	Ціле значення вихідної змінної	0.046%	Прогнозний обсяг грошової маси (агрегат M2)	800	млрд грн	млн грн	368.67	
9	% приросту середньомісячної зарплати	високий	b=15.94	a=4.601	0.000	Ціле значення вихідної змінної	0.046%	Прогнозний обсяг грошової маси (агрегат M2)	800	млрд грн	млн грн	368.67	
10	% приросту середньомісячної зарплати	низький	b=3.643	a=-1.052	0.997	Ціле значення вихідної змінної	0.046%	Прогнозний обсяг грошової маси (агрегат M2)	800	млрд грн	млн грн	368.67	
11	% приросту середньомісячної зарплати	високий	b=3.643	a=1.052	0.003	Ціле значення вихідної змінної	0.046%	Прогнозний обсяг грошової маси (агрегат M2)	800	млрд грн	млн грн	368.67	
12	% приросту середньомісячної зарплати	низький	b=3.643	a=-1.052	0.997	Ціле значення вихідної змінної	0.046%	Прогнозний обсяг грошової маси (агрегат M2)	800	млрд грн	млн грн	368.67	
13	% приросту середньомісячної зарплати	високий	b=3.643	a=1.052	0.003	Ціле значення вихідної змінної	0.046%	Прогнозний обсяг грошової маси (агрегат M2)	800	млрд грн	млн грн	368.67	
Нечіткі правила													
14	Якщо	% приросту середньомісячної зарплати		% приросту поточних і комунальних витратів		% приросту поточних і комунальних витратів		% приросту витратів на відраження		% приросту чисельності працюючих		Y <sub>i</sub>	
15	Правило № 1	терми	μ <sub>x</sub>	TA	терми	μ <sub>x</sub>	TA	терми	μ <sub>x</sub>	TA	терми	μ <sub>x</sub>	Y <sub>i</sub> * μ <sub>y</sub>
16	Правило № 2	високий	0.000	0.744	високий	0.744	0.256	високий	0.000	0.000	високий	0.25%	0.00000%
17	Правило № 3	низький	1.000	0.256	низький	0.256	0.744	низький	0.997	0.997	низький	0.02%	0.255 0.0051%
18	Правило № 4	високий	0.000	0.744	високий	0.744	0.256	високий	0.000	0.000	високий	0.06%	0.00000%
19	Правило № 5	низький	1.000	0.256	низький	0.256	0.744	низький	0.997	0.997	низький	0.02%	0.255 0.0051%
20	Правило № 5	високий	0.000	0.744	високий	0.744	0.256	високий	0.000	0.000	високий	0.06%	0.00000%
21												ΣY <sub>i</sub> * μ <sub>y</sub>	0.0003 0.0001%
22												ΣY <sub>i</sub> * μ <sub>y</sub> / Σμ <sub>y</sub>	1.002 0.046%
23												ΣY <sub>i</sub> * μ <sub>y</sub> / Σμ <sub>y</sub>	0.046%
24													
25													
26													
27													

Рис. 6.13. Реалізація алгоритму нечіткого висновку для обґрунтування цільових показників якості діяльності (за умови застосування алгоритму типу Сугено із константними значеннями термів вихідної змінної)

Складено автором.

Таблиця 6.5

**Формули розрахунку складових чіткого значення планової відсоткової частки арештованого майна у грошовій масі для обґрунтування цільових показників якості діяльності у середовищі MS Excel (клітинки H1, № 23, M24, № 25)**

Адреса клітинки	Формули у клітинках табличного процесору
I1	$= (M4 * P17 + N04 * (P19 + P18 + P20) + O4 * P16) / (P20 + P19 + P18 + P17 + P16)$
Q21	$= \text{СУММ}(Q16:Q20)$
P22	$= \text{СУММ}(P16:P20)$
Q23	$= Q21 / P22$

Складено автором.

Для нечіткої агрегації та імплікації у блок клітинок O16:O20 введено формули-посилання на значення-констант термів функцій належності вихідної змінної (блок M5:O5). Міра істинності кожного з правил обчислюється ( $\mu_Y$ ) у діапазоні P16:P20) як *t*-норма, тобто як **добуток значень істинності передумов правила**. Формули блоку A14:Q20 «**Нечіткі правила**» зведено в табл. 6.6.

До блоку «**Функції належності вхідних змінних**» введено параметри сигмоїдальних функцій належності відповідно до табл. 6.2. Обчислення значень функцій належності термів вхідних змінних ( $\mu_x$ ) за допомогою відповідних формул реалізовано у блоці клітинок G5:G12.

Формули блоку A4:G12 «**Функції належності вхідних змінних**» зведено в табл. 6.7.

Як свідчить рис. 6.13, результати обчислень у середовищі *MS Excel* на всіх етапах фаззи-алгоритму збігаються із розрахунками мір істинності термів вхідних змінних, правил нечітких продукцій та дефаззифікованого значення вихідної змінної.

Запропонована інтелектуальна система та її програмна реалізація у середовищі *MS Excel* є доволі гнучкою і може додатково налаштовуватись користувачами-фахівцями планово-економічних департаментів відповідних органів державної влади у разі істотних змін економічної динаміки країни, оцінюванні економічної ефективності заходів із реформування органів державного управління і зумовлених ними змін обсягів і структури бюджетних асигнувань на їхнє утримання.

Таблиця 6.6

**Формули блоку «Нечіткі правила» для розрахунку нижньої межі співвідношення вартості арештованого майна до грошової маси для оцінювання якості діяльності у середовищі MS Excel (клітинки A14:Q20)**

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M	N	O	P	Q
20	Правило № 5																
19	Правило № 4				=B8	=G8								=N2	=N4	=F19	=O19*P19
18	Правило № 3	=B6	=G6	ТА										=N2	=N4	=C18	=O18*P18
17	Правило № 2	=B5	=G5	ТА				=B9	=G9		=B11	=G11		=M2	=M4	=ПРОИЗВЕД (C17; F17; I17; L17)	=O17*P17
16	Правило № 1	=B6	=G6		=B8	=G8		=B10	=G10		=B12	=G12		=O2	=O4	=ПРОИЗВЕД (C16; F16; I16; L16)	=O16*P16
15	Якщо	терм	$\mu_x$		терм	$\mu_x$		терм	$\mu_x$	ТА				, то		$\mu_{Y_i}$	$Y_i \cdot \mu_{Y_i}$
14		=A5			=A7			=A9			=A11			=СЦЕПИТЬ (G1; «згідно моделі»)			

Складено автором.

Таблиця 6.7

**Формули блоку «Функції належності вхідних змінних»  
для розрахунку цільового показника якості роботи  
у середовищі MS Excel  
(клітинки A4:G12)**

	A	B	C	D	E	F	G
4	Змінна	Терм	Параметри				$\mu_x$
5	=B1	низький	b=	14,47	a=	=-D5/(2*3^0.5)	=(1+EXP(-F5*(\$B\$2-D5)))^(-1)
6		високий	b=	=D5	a=	=D6/(2*3^0.5)	=(1+EXP(-F6*(\$B\$2-D6)))^(-1)
7	=C1	=B5	b=	4,098	a=	=-D7/(2*3^0.5)	=(1+EXP(-F7*(\$C\$2-D7)))^(-1)
8		=B6	b=	=D7	a=	=D8/(2*3^0.5)	=(1+EXP(-F8*(\$C\$2-D8)))^(-1)
9	=D1	=B5	b=	15,940	a=	=-D9/(2*3^0.5)	=(1+EXP(-F9*(\$D\$2-D9)))^(-1)
10		=B6	b=	=D9	a=	=D10/(2*3^0.5)	=(1+EXP(-F10*(\$D\$2-D10)))^(-1)
11	=E1	=B5	b=	3,643	a=	=-D11/(2*3^0.5)	=(1+EXP(-F11*(\$E\$2-D11)))^(-1)
12		=B6	b=	=D11	a=	=D12/(2*3^0.5)	=(1+EXP(-F12*(\$E\$2-D12)))^(-1)

Складено автором.

#### 6.4. НЕЧІТКИЙ БАГАТОКРИТЕРІАЛЬНИЙ ВИБІР ВАРІАНТІВ ЯК ЗАСІБ УДОСКОНАЛЕННЯ ФІНАНСОВОГО МОНІТОРИНГУ ТА ІНСТРУМЕНТ ПОСИЛЕННЯ БОРГОВОЇ СТІЙКОСТІ УКРАЇНИ

На всіх етапах управління фінансами фахівцям та відповідальним виконавцям, незалежно від рівня їхніх повноважень, доводиться приймати рішення, пов'язані із визначенням пріоритетності тих чи інших завдань, або критеріальних ознак. Помилки під час прийняття подібних рішень майже завжди призводять до негативних наслідків, зазвичай не виправних. У зв'язку з цим заслуговує на увагу науково-методичний інструментарій **нечіткого багатокритеріального вибору варіантів**, який і досі не здобув належного визнання серед науковців та практиків. Розглянемо, у який спосіб за допомогою нечіткого багатокритеріального вибору варіантів можна виявити найголовніші канали відпливу фінансових коштів до нелегального сектору, а також мінімізувати витрати на ліквідацію чи, принаймні, зниження «пропускної спроможності» виявлених каналів.

Виявлення значимості окремих складових інтегрального оцінювання будь-якого показника, в тому числі й імовірності схильності клієнта до фінансового зловживання, а також погіршення транспарентності фінансової звітності банку чи страхової компанії, пропонуємо здійснювати за методом парних порівнянь Т. Саати<sup>291</sup>. Інтегральна оцінка такої імовірності за умов неповної інформації має визначатись з використанням елементів теорії нечітких множин, тобто з використанням функцій належності.

Метод парних порівнянь передбачає здійснення таких етапів:

1. Визначення оцінок переваг якісних характеристик часткових показників імовірності схильності особи до шахрайських дій за допомогою 9-бальної шкали. Рівень переваги елемента  $u_i$  над  $u_j$  в балах визначається з урахуванням таких настанов:

- «1» перевага елемента  $u_i$  над  $u_j$  **відсутні**;
- «3» перевага елемента  $u_i$  над  $u_j$  **слабка**;
- «5» перевага елемента  $u_i$  над  $u_j$  **істотна**;
- «7» перевага елемента  $u_i$  над  $u_j$  **явна**;
- «9» перевага елемента  $u_i$  над  $u_j$  **абсолютна**;
- «2», «4», «6», «8» проміжні порівняльні оцінки.

<sup>291</sup> Саати Т. А. Взаимодействие в иерархических системах / Т. А. Саати // Техническая кибернетика. – 1979. – № 1. – С. 68–84.

З урахуванням настанов<sup>292</sup> оцінювання здійснюється тільки для одного фактора, зокрема, в цій розробці – для будь-якої із складових схильності до фінансового шахрайства. Рівень переваги інших елементів визначається на основі транзитивності логічних суджень. Транзитивність полягає в тому, що у випадку, коли  $i$ -та складова має перевагу над  $j$ -ю, а  $j$ -та складова має деяку перевагу над  $k$ -ю, єдиним справедливим твердженням є таке, що  $i$ -та складова має більшу перевагу над  $k$ -ю, ніж над  $j$ -ю.

У дослідженні на основі експертних оцінок слід упорядкувати та оцінити в балах за рівнем значимості територіальну, дохідну та матеріально-ресурсну складові.

2. Систематизація визначених бальних оцінок у вигляді квадратної, діагональної обернено-симетричної матриці:

$$A = \begin{matrix} & u_1 & u_2 & \cdots & u_n \\ \begin{matrix} u_1 \\ u_2 \\ \vdots \\ u_n \end{matrix} & \begin{bmatrix} 1 & a_{12} & \cdots & a_{1n} \\ \frac{1}{a_{12}} & 1 & \cdots & a_{2n} \\ \vdots & \vdots & 1 & \vdots \\ \frac{1}{a_{1n}} & \frac{1}{a_{2n}} & \cdots & 1 \end{bmatrix} \end{matrix}. \quad (6.17)$$

Обернено-симетричний вигляд матриці (6.17) виявляється в тому, що на її головній діагоналі знаходяться одиниці, а елементи, розташовані нижче головної діагоналі, є оберненими до відповідних елементів, розташованих вище головної діагоналі:

$$a_{ji} = \frac{1}{a_{ij}}, \quad i, j = \overline{1, n} \quad (6.18)$$

де:  $a_{ij}$  – елемент, розташований на перетині  $i$ -го рядку та  $j$ -го стовпчика;  $a_{ji}$  – елемент, розташований на перетині  $j$ -го рядку та  $i$ -го стовпчика.

<sup>292</sup> Ротштейн А. П. Интеллектуальные технологии идентификации / А. П. Ротштейн // Многокритериальный выбор вариантов [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [http://matlab.exponenta.ru/fuzzylogic/book5/7\\_3.php](http://matlab.exponenta.ru/fuzzylogic/book5/7_3.php).

З урахуванням транзитивності елементів матриці (6.17) порівняльні оцінки інших складових схильності особи до шахрайських дій визначаються за такою формулою:

$$a_{ij} = \frac{a_{kj}}{a_{ki}}, \quad i, j, k = \overline{1, n} \quad (6.19)$$

де:  $a_{ki}$ ,  $a_{kj}$  – відомі елементи  $k$ -го рядку, що стоять у стовпчиках  $i$ ,  $j$ .

3. Визначення показників вагомості ( $\alpha_i$ ) на основі матриці (6.17) за формулою:

$$\alpha_i = \frac{1}{a_{1j} + a_{2j} + \dots + a_{nj}} = \frac{1}{\sum_{i=1}^n a_{ij}}^{-1}, \quad (6.20)$$

де:  $a_{1j}$ ,  $a_{2j}$ , ...,  $a_{nj}$  – елементи  $j$ -го стовпчика.

Виконаний аналіз передумов активізації тіньових фінансових операцій у банківській та страховій сферах надає підстави для розроблення прикладного інструментарію оцінювання ймовірності фінансового зловживання в рамках політики «знай свого клієнта». Сутність інструментарію полягає в оцінюванні ймовірності причетності особи до фінансового шахрайства і у разі високих оцінок – застосуванні низки запобіжних заходів: від повідомлення відповідних органів до відмови підозрілому клієнту.

З метою **обґрунтування вагових коефіцієнтів** прикладного інструментарію оцінювання ймовірності фінансового зловживання, що уможливить поліпшення первинного фінансового моніторингу в рамках політики «знай свого клієнта», пропонуємо застосувати метод парних порівнянь з таким урахуванням. Аналіз розподілів доходів населення, показників офіційних статистичних даних і результатів розрахунків обсягів нелегальних фінансових потоків регіонів України дав змогу зробити висновки про незначну, майже слабку перевагу регіональної та матеріально-ресурсної складової над дохідною ( $a_{12} = a_{13} = 2$ ;  $a_{21} = a_{31} = 0,5$ ).

Теорію нечіткого багатокритеріального вибору варіантів можна успішно застосовувати і під час визначення переліку фінансових організацій, щодо яких слід активізувати державний нагляд. Тобто, якщо на основі переліку банків або страховиків, підозрюваних у причетності до операцій з легалізації злочинних доходів, потрібно звузити коло підозрюваних, то за умов неповної інформації застосування процедур нечіткого багатокритеріального вибору варіантів це дасть змогу встановити сукуп-



ність фінорганізацій, регулюючі заходи до яких (від виїзної перевірки до формування справи) мають бути невідкладними. Такі банки і страховики одержать найвищі оцінки з решти вибірки фінорганізацій, підозрюваних у участі у нелегальному грошовому обороті.

Як критерії оцінювання рівня зниження транспарентності фінансових операцій пропонуються показники, обґрунтовані раніше в ролі нормативних значень прозорості фінансової звітності. Їхня кількість для банків і страховиків є різною. При цьому, на наш погляд, дещо відрізняється і внесок кожного з нормативів у загальне оцінювання легальності фінорганізацій, а отже, і їхній вплив на прийняття рішення щодо звужування «кола підозрюваних» та застосування низки наглядових заходів.

Нижчій вагомості певного критерію відповідатиме більша розпливчастість міри істинності щодо підозри банку чи страховика у протизаконній діяльності. Відповідно роль критеріїв із нижчою вагомістю під час прийняття рішення послаблюється.

**Якщо відомі:**

- $P = \{P_1, P_2, \dots, P_k\}$  – множина варіантів, що підлягають багатокритеріальному аналізу;
- $G = \{G_1, G_2, \dots, G_n\}$  – множина критеріїв, за якими оцінюються варіанти.

**Задача багатокритеріального аналізу варіантів полягає в упорядкуванні елементів множини  $P$  за критеріями з множини  $G$ .**

У контексті проблеми поліпшення державного фінансового моніторингу множину критеріїв ( $G$ ) складають обґрунтовані у попередніх розділах дослідження національні нормативи повноти відображення фінансових операцій у публічній звітності. Варіантами, що підлягають аналізу ( $P$ ), є певні фінорганізації – банки або страховики, для яких обчислено значення критеріальних нормативів.

Елементи множини  $P$  оцінюються за критеріями за допомогою  $\mu_{G_i} = (P_l)$  – показників міри належності елементу  $P_l$  нечіткій множині  $\tilde{G}$ . Значення  $\mu_{G_i} = (P_l)$  перебуває в діапазоні  $[0,1]$ , яким оцінюється варіант  $P_l \in P$  за критерієм  $G_i \in G$ . Чим більше число  $\mu_{G_i} = (P_l)$ , тим краще варіант  $P_l$  за критерієм  $G_i$ ,  $i = \overline{1, n}$ ,  $l = \overline{1, k}$ . Тоді критерій  $G_i$  можна представити нечіткою множиною  $\tilde{G}_i$  із універсальної множини варіантів  $P$ :

$$G_i = \left\{ \frac{\mu_{G_i}(P_1)}{P_1}, \frac{\mu_{G_i}(P_2)}{P_2}, \dots, \frac{\mu_{G_i}(P_l)}{P_l} \right\}, \quad (6.21)$$

де:  $\mu_{G_i} = (P_l)$  – міра належності елементу  $P_l$  нечіткій множині  $\tilde{G}_i$ .

Знайти міри належності нечіткої множини  $G_i$  потрібно методом побудови функцій належності на основі парних порівнянь. При використанні цього методу потрібно сформувати матриці парних порівнянь варіантів за кожним критерієм. Загальна кількість таких матриць дорівнює кількості критеріїв.

Найкращим варіантом буде той, який одночасно кращий за всіма критеріями. Нечіткі рішення  $\tilde{D}$  визначаються як перетин часткових критеріїв:

$$\tilde{D} = \tilde{G}_1 \cap \tilde{G}_2 \cap \dots \cap \tilde{G}_n = \left\{ \frac{\min_{i=1,n} \mu_{G_i}(P_1)}{P_1}, \frac{\min_{i=1,n} \mu_{G_i}(P_2)}{P_2}, \dots, \frac{\min_{i=1,n} \mu_{G_i}(P_k)}{P_k} \right\}. \quad (6.22)$$

Відповідно до отриманої нечіткої множини  $\tilde{D}$ , **найкращим варіантом слід вважати той, у якого міра належності максимальна:**

$$D = \arg \max(\mu_D(P_1), \mu_D(P_2), \dots, \mu_D(P_k)). \quad (6.23)$$

**При нерівноважних критеріях** міру належності нечіткої множини  $\tilde{D}$  знаходять таким чином:

$$\mu_D(P_l) = \min_{i=1,n} (\mu_{G_i}(P_l))^{\alpha_i}, \quad l = \overline{1, k} \quad (6.24)$$

де:  $\alpha_i \in (0, 1)$  – коефіцієнт відносної вагомості критерію  $G_i$ ,  $\sum_{i=1,n} \alpha_i = 1$ .

Показник ступеня  $\tilde{G}_i$  концентрує нечітку множину  $\tilde{G}_i$  відповідно до міри вагомості критерію  $G_i$ . Коефіцієнти відносної вагомості критеріїв можуть бути визначеними різними методами, наприклад, за допомогою парних порівнянь за шкалою Сааті.

В умовах невизначеності щодо фінансових санкцій, які можуть бути застосовуваними від певного контрагента, вважаємо за доцільне використати інструментарій прийняття рішень в нечітких умовах за схемою Беллмана – Заде. Проблема визначення пріоритетності у задоволенні вимог постачальників, підрядників та інших кредиторів може бути представленою у вигляді задачі багатокритеріального аналізу, що полягає в упорядкуванні елементів множини  $P$  за критеріями із множини  $G^{293}$ .

<sup>293</sup> Штовба С. Д. Проектирование нечетких систем средствами MATLAB / С. Д. Штовба. – М. : Горячая линия – Телеком, 2007. – 288 с.

Для банків множина критеріїв  $G$  містить чотири критерії:

- $G_1$  – норматив еластичності рентабельності активів банків за коливаннями фінансової стійкості;
- $G_2$  – норматив рентабельності/збитковості сумарних активів банків;
- $G_3$  – пороговий норматив фінансового ризику на основі співвідношення кредитного портфеля і строкових депозитів;
- $G_4$  – регіон розташування банківської організації. Оцінювання цього критерію доцільно здійснювати подібно до аналізу територіальної складової при розрахунку ймовірності шахрайських дій клієнта фінорганізації.

Важливість чотирьох критеріїв визначено на основі таких міркувань – нечітких висловлювань.

Високий фінансовий ризик, що виявляється у значному перевищенні нормативного значення співвідношення кредитного та депозитного портфелів, є передумовою для банкрутства банку, яким можна замаскувати тіньові грошові потоки. Більш вагомою підставою для втрати фінансової стійкості є порушення фінансової рівноваги між активами й пасивами, аніж зниження рентабельності фінансових операцій, яке, звичайно, деякою мірою залежить від регіону розташування банку. Втім, територіальна нерівномірність рівня життя населення та його плато- й кредитоспроможності також мають значення для збереження фінансової автономії та прибутковості банку. Зазначене є основою для твердження щодо існування:

- абсолютної переваги  $G_3$  над  $G_1$ ;
- слабкої переваги  $G_2$  над  $G_1$ ;
- майже слабкої переваги  $G_4$  над  $G_1$ .

Наведені судження дають змогу встановити бальні оцінки:  $a_{12} = 3$ ,

$$a_{21} = \frac{1}{3}, a_{13} = 9, a_{31} = \frac{1}{9}, a_{14} = 2, a_{41} = \frac{1}{2}.$$

Обернено-симетрична діагональна матриця порівнянь має вигляд:

$$A = \begin{bmatrix} 1 & 3 & 9 & 2 \\ \frac{1}{3} & 1 & 3 & \frac{2}{3} \\ \frac{1}{9} & \frac{1}{3} & 1 & \frac{2}{9} \\ \frac{1}{2} & \frac{3}{2} & \frac{9}{2} & 1 \end{bmatrix}. \quad (6.25)$$

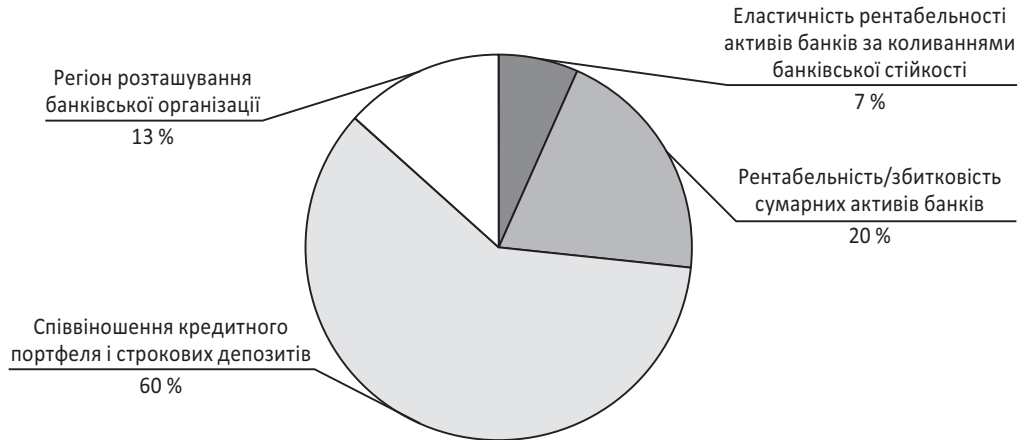


Рис. 6.14. Вагомість критеріїв транспарентності фінансової звітності банків

Складено автором.

При цьому з використанням формули (6.20) показники вагомості визначають таким чином (рис. 6.14):

- для еластичності рентабельності активів банків за коливаннями фінансової стійкості ( $G_1$ ):

$$\alpha_{EA} = \frac{1}{1+3+9+2} = 0,07;$$

- для рентабельності/збитковості сумарних активів ( $G_2$ ):

$$\alpha_{ROD} = \frac{1}{\frac{1}{3}+1+3+\frac{2}{3}} = 0,20;$$

- для співвідношення кредитного портфеля і строкових депозитів ( $G_3$ ):

$$\alpha_{C/D} = \frac{1}{\frac{1}{9}+\frac{1}{3}+1+\frac{2}{9}} = 0,60;$$

- для регіону розташування банківської організації ( $G_4$ ):

$$\alpha_{\text{region}} = \frac{1}{\frac{1}{2}+\frac{3}{2}+\frac{9}{2}+1} = 0,13.$$

Отже, найважливішим критерієм (вагомість його становить 60 %), яким слід керуватись при прийнятті рішення щодо проведення перевірки, а в подальшому і формування досьє на банк, є співвідношення кредитного і депозитного портфелів банків. Менш значимим критерієм, порушенням якого все ж не можна нехтувати, приймаючи важливе для державної політики протидії нелегальним операціям банків рішення щодо проведення перевірки, виявилась прибутковість сумарних активів. Це не суперечить економічній ситуації на фінансовому ринку, адже лише у II півріччі 2012 р. вся банківська система змогла подолати тривалий період збитковості, започаткований світовою фінансовою кризою. Крім того, зменшення збитків банків у 2012 р. значною мірою зумовлено регуляторною політикою Національного банку України та положеннями Податкового кодексу, відповідно до якого резерви під сумнівні кредити банки змушені були відносити до складу витрат, знижуючи тим самим фінансовий результат. Натомість, різноспрямованість змін фінансової стійкості та рентабельності капіталу різних банків робить норматив еластичності рентабельності активів банків за коливаннями фінансової стійкості найменш значимим щодо посилення підозр у причетності до кримінального грошового обороту того чи іншого банку – вагомість цього критерію не перевищує 5 %. Територіальний чинник, попри не найнижчі показники значимості, не є вирішальним: адже чимало банків мають розгалужену мережу відділень в окремих областях України та за її межами, і, звичайно, різні відділення певних банківських структур можуть бути задіяними у реалізації різних схем відмивання тіньових доходів.

Наведемо приклад застосування обґрунтованих показників вагомості щодо причетності банків до тіньових схем відмивання доходів, отриманих злочинним шляхом, на основі деяких умовних даних. При цьому застосовано методологічний підхід, запропонований в праці<sup>294</sup>. До Держфінмоніторингу з різних джерел надійшла інформація про здійснення підозрюваних у причетності до злочинних фінансових потоків чотирьох банків. Аналіз фінансової звітності цих банків виявив невідповідність значень показників транспарентності фінансової звітності нормативним значенням, обґрунтованим у попередніх розділах дослідження. Це дає підстави для припущення про високу ймовірність банкрутства чи ліквідації даних банківських відділень з метою приховування нелегальних фінансових операцій, здійснених за їхньою учас-

<sup>294</sup> Штовба С. Д. Проектирование нечетких систем средствами MATLAB / С. Д. Штовба. – М. : Горячая линия – Телеком, 2007. – С. 87–92.

тю. Однак міра впевненості у таких підозрах не є повною, тобто 100-відсотковою. Встановити найбільш ризиковану фінансову організацію з урахуванням методологічних положень теорії нечітких множин пропонуємо так. Вихідні дані щодо величин нормативів прозорості фінансових документів та оцінювання тінізації регіонів розташування банків зведено в табл. 6.8.

У таблиці наведено позначення підозрюваних банків ( $P_1, P_2, P_3, P_4$ ), адже показники таблиці є елементами множини  $P$ , які на основі кількісних значень слід оцінювати за критеріями  $G_i$ . Оцінювання виконується за допомогою показників міри належності елемента  $P_j$  нечіткій множині  $\tilde{G}$ , що позначаються як  $\mu_{G_i} = (P_j)$ . Причому міра належності розраховується аналогічно показникам вагомості ( $\alpha_i$ ) за формулою (6.26), подібною до (6.20):

$$\mu_{G_i} = \left( \sum_{i=1}^n u_{ij} \right)^{-1}, \quad (6.26)$$

де:  $u_{ij}$  – оцінка порівняльної переваги  $i$ -го варіанта над  $j$ -м за критерієм  $G_i$ .

Значення  $\mu_{G_i} = (P_j)$  перебуває в діапазоні  $[0,1]$ , яким оцінюється варіант  $P_j \in P$  за критерієм  $G_i \in G$ . Чим більше число  $\mu_{G_i} = (P_j)$ , тим краще

Таблиця 6.8

### Вихідні дані щодо діяльності банківських організацій (дані умовні)

Банк, позначення	Оцінка інтенсивності тінювих фінансових потоків регіонів (середньозважена за 2008–2011 рр.)	Значення нормативів прозорості фінансової звітності банків		
		Норматив еластичності рентабельності активів банків за коливаннями фінансової стійкості	Норматив рентабельності/збитковості сумарних активів банків, %	Пороговий норматив фінансового ризику на основі співвідношення кредитного портфеля і строкових депозитів
	$G_4$	$G_1$	$G_2$	$G_3$
$P_1$	1,50	-3	-18	16
$P_2$	1,75	-6	-15	14
$P_3$	2,25	2	-20	12
$P_4$	1,25	-4	-10	15

Складено автором.

варіант  $P_j$  за критерієм  $G_i$ ,  $i = \overline{1, n}$ ,  $j = \overline{1, k}$ . Тоді критерій  $G_i$  можна представити нечіткою множиною  $\tilde{G}_i$  на універсальній множині варіантів  $P$ :

$$G_i = \left\{ \frac{\mu_{G_i}(P_1)}{P_1}, \frac{\mu_{G_i}(P_2)}{P_2}, \dots, \frac{\mu_{G_i}(P_l)}{P_l} \right\}, \quad (6.27)$$

де:  $\mu_{G_i}(P_j)$  – міра належності елементу  $P_l$  нечіткій множині  $\tilde{G}_i$ .

Знайти міри належності нечіткої множини  $G_i$  потрібно методом побудови функцій належності на основі парних порівнянь. При використанні цього методу потрібно сформувати матриці парних порівнянь варіантів за кожним критерієм. Загальна кількість таких матриць дорівнює кількості критеріїв.

Найкращим варіантом буде той, який одночасно кращий за всіма критеріями. Нечіткі рішення  $\tilde{D}$  визначаються як перетин часткових критеріїв:

$$\tilde{D} = \tilde{G}_1 \cap \tilde{G}_2 \cap \dots \cap \tilde{G}_n = \left\{ \frac{\min_{i=1, n} \mu_{G_i}(P_1)}{P_1}, \frac{\min_{i=1, n} \mu_{G_i}(P_2)}{P_2}, \dots, \frac{\min_{i=1, n} \mu_{G_i}(P_k)}{P_k} \right\}. \quad (6.28)$$

Відповідно до отриманої нечіткої множини  $\tilde{D}$ , **найкращим варіантом слід вважати той, у якого міра належності максимальна:**

$$D = \arg \max(\mu_D(P_1), \mu_D(P_2), \dots, \mu_D(P_k)). \quad (6.29)$$

На основі показників чотирьох банків існує шість пар порівняння, причому порівняння потрібно здійснити за кожним з чотирьох критеріїв.

Однак з урахуванням формули (6.19) кількість пар порівняння скорочується до трьох за кожним з чотирьох критеріїв. Тобто будь-який з чотирьох аналізованих регіонів порівнюється з рештою, а інші показники матриці (6.17) визначаються розрахунково за допомогою формул (6.18) та (6.19).

Парні порівняння із застосуванням бальних оцінок рівня переваги одного елементу над іншим наведено в табл. 6.9.

Під час оцінювання здійснювалось зворотне тлумачення показників, тобто зростанню переваги та вищій оцінці відповідало більше відхилення фактичного показника від нормативної величини, через яке посилюється міра впевненості у загостренні необхідності проведення глибшого аналізу й перевірки діяльності фінорганізації. Під час оціню-

Таблиця 6.9

**Парні порівняння показників прозорості фінансових потоків банків за шкалою Сааті**

Критерій	Тип контрагента	Характер переваги над іншими контрагентами [згідно з вихідними даними (табл. 6.4.1)]
$G_1$ (норматив еластичності рентабельності активів банків за коливаннями фінансової стійкості)	$P_2$	– явна перевага над $P_1$ – абсолютна перевага над $P_3$ – майже істотна перевага над $P_4$
$G_2$ (норматив рентабельності/збитковості сумарних активів банків)	$P_3$	– слабка перевага над $P_1$ – істотна перевага над $P_2$ – абсолютна перевага над $P_4$
$G_3$ (пороговий норматив фінансового ризику на основі співвідношення кредитного портфеля і строкових депозитів)	$P_1$	– майже істотна перевага над $P_2$ – майже явна перевага над $P_3$ – майже слабка перевага над $P_4$
$G_4$ (оцінка інтенсивності тінювих фінансових потоків регіонів)	$P_4$	– слабка перевага над $P_1$ – майже істотна перевага над $P_2$ – майже абсолютна перевага над $P_3$

Складено автором.

вання територіального чинника більші підозри щодо участі банків у нелегальній діяльності виникали у разі нижчого середньозваженого кластерного бала регіону.

На основі показників переваги банків за кожним із чотирьох критеріїв складено матриці парних порівнянь:

$$A(G_1) = \begin{bmatrix} 1 & 7 & \frac{7}{9} & \frac{7}{4} \\ \frac{1}{7} & 1 & \frac{1}{9} & \frac{1}{4} \\ \frac{7}{9} & 9 & 1 & \frac{9}{4} \\ \frac{7}{4} & 4 & \frac{4}{9} & 1 \end{bmatrix}; \quad (6.30)$$



$$A(G_2) = \begin{bmatrix} 1 & \frac{3}{5} & 3 & \frac{3}{9} \\ \frac{5}{3} & 1 & 5 & \frac{5}{9} \\ \frac{1}{3} & \frac{1}{5} & 1 & \frac{1}{9} \\ \frac{3}{3} & \frac{9}{5} & 9 & 1 \end{bmatrix}; \quad (6.31)$$

$$A(G_3) = \begin{bmatrix} 1 & \frac{1}{4} & \frac{1}{6} & \frac{1}{2} \\ 4 & 1 & \frac{4}{6} & 2 \\ 6 & \frac{6}{4} & 1 & 3 \\ 2 & \frac{2}{4} & \frac{2}{6} & 1 \end{bmatrix}; \quad (6.32)$$

$$A(G_4) = \begin{bmatrix} 1 & \frac{1}{2} & \frac{3}{8} & 3 \\ 2 & 1 & \frac{6}{8} & 6 \\ \frac{8}{3} & \frac{8}{6} & 1 & 8 \\ \frac{1}{3} & \frac{1}{6} & \frac{1}{8} & 1 \end{bmatrix}. \quad (6.33)$$

Для кожної з матриць (6.30–6.33) було визначено міру належності елементів нечіткій множині  $\mu_{G_i} = (P_l)$  з використанням формули (6.28). Отримані результати є шуканими значеннями функцій належності ( $\mu_{G_i} = (P_l)$ ) елементу  $P_l$  нечіткій множині  $\tilde{G}_i$ . Отже, нечіткі множини, що відображають міру впевненості у доцільності поглибленої перевірки діяльності банків згідно з критеріями  $G_1 \div G_4$ , такі:

$$\tilde{G}_1 = \left\{ \frac{0,095}{P_1}, \frac{0,665}{P_2}, \frac{0,074}{P_3}, \frac{0,166}{P_4} \right\}; \quad (6.34)$$

$$\tilde{G}_2 = \left\{ \frac{0,203}{P_1}, \frac{0,122}{P_2}, \frac{0,608}{P_3}, \frac{0,068}{P_4} \right\}; \quad (6.35)$$

$$\tilde{G}_3 = \left\{ \frac{0,522}{P_1}, \frac{0,130}{P_2}, \frac{0,087}{P_3}, \frac{0,261}{P_4} \right\}; \quad (6.36)$$

$$\tilde{G}_4 = \left\{ \frac{0,205}{P_1}, \frac{0,103}{P_2}, \frac{0,077}{P_3}, \frac{0,615}{P_4} \right\}. \quad (6.37)$$

Аналіз одержаних нечітких множин (6.34–6.37) не дає змоги надати однозначної відповіді на питання, який із підозрюваних банків потребує поглибленої перевірки діяльності. Так, кожен із банків, який отримав найбільші показники міри впевненості щодо участі у злочинних фінансових схемах, характеризується порівняно низькими значеннями упевненості у порушеннях за рештою критеріїв. Тому отримані результати не є остаточними і підлягають уточненню з урахуванням вагомості критеріїв – кожен із компонентів нечітких множин (6.34–6.37) має бути піднесений до ступеня, що відповідає відносній значимості критеріїв  $\alpha_1, \dots, \alpha_4$  (рис. 6.15):

$$\begin{aligned} \tilde{G}_1^{\alpha_1} &= \left\{ \left( \frac{0,095}{P_1} \right)^{0,07}, \left( \frac{0,665}{P_2} \right)^{0,07}, \left( \frac{0,074}{P_3} \right)^{0,07}, \left( \frac{0,166}{P_4} \right)^{0,07} \right\} = \\ &= \left\{ \frac{0,855}{P_1}, \frac{0,973}{P_2}, \frac{0,841}{P_3}, \frac{0,887}{P_4} \right\}; \end{aligned} \quad (6.38)$$

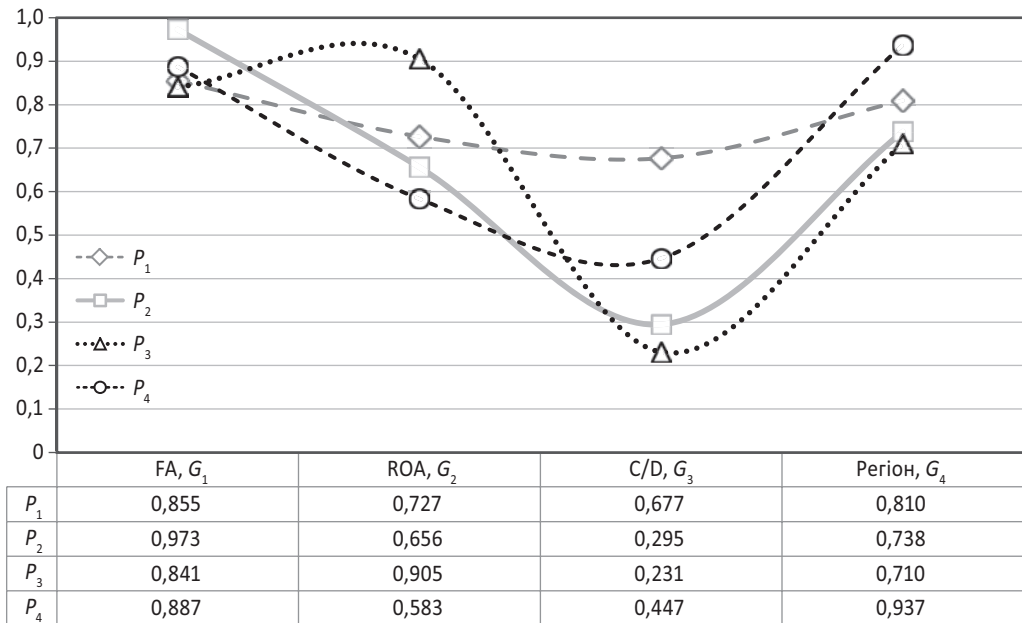
$$\begin{aligned} \tilde{G}_2^{\alpha_2} &= \left\{ \left( \frac{0,203}{P_1} \right)^{0,20}, \left( \frac{0,122}{P_2} \right)^{0,20}, \left( \frac{0,608}{P_3} \right)^{0,20}, \left( \frac{0,068}{P_4} \right)^{0,20} \right\} = \\ &= \left\{ \frac{0,727}{P_1}, \frac{0,656}{P_2}, \frac{0,905}{P_3}, \frac{0,583}{P_4} \right\}; \end{aligned} \quad (6.39)$$

$$\begin{aligned} \tilde{G}_3^{\alpha_3} &= \left\{ \left( \frac{0,522}{P_1} \right)^{0,60}, \left( \frac{0,130}{P_2} \right)^{0,60}, \left( \frac{0,087}{P_3} \right)^{0,60}, \left( \frac{0,261}{P_4} \right)^{0,60} \right\} = \\ &= \left\{ \frac{0,677}{P_1}, \frac{0,295}{P_2}, \frac{0,231}{P_3}, \frac{0,447}{P_4} \right\}; \end{aligned} \quad (6.40)$$

$$\begin{aligned} \tilde{G}_4^{\alpha_4} &= \left\{ \left( \frac{0,205}{P_1} \right)^{0,13}, \left( \frac{0,103}{P_2} \right)^{0,13}, \left( \frac{0,077}{P_3} \right)^{0,13}, \left( \frac{0,615}{P_4} \right)^{0,13} \right\} = \\ &= \left\{ \frac{0,810}{P_1}, \frac{0,738}{P_2}, \frac{0,710}{P_3}, \frac{0,937}{P_4} \right\}. \end{aligned} \quad (6.41)$$

Нечіткі множини (6.38–6.41) показують, наскільки повно підозрювані у злочинній фінансовій діяльності банки ( $P_1 \div P_4$ ) відповідають критеріям пріоритетності здійснення перевірок і заведення досьє ( $G_1 \div G_4$ ) із подальшим проведенням розслідувань. Графіки функцій належності отриманих нечітких множин зображено на рис. 6.15, який свідчить, що за критеріями із низькою значимістю, такими як норматив еластичності рентабельності активів банків за коливаннями фінансової стійкості ( $G_1$ ) та оцінка інтенсивності тіньових фінансових потоків регіонів ( $G_4$ ), розбіжності між оцінюваними банками згладжуються і відібрати найбільш злісного учасника злочинних схем складніше, ніж за критеріями з більшою вагомістю (такими як норматив рентабельності/збитковості сумарних активів банків ( $G_2$ ), пороговий норматив фінансового ризику на основі співвідношення кредитного портфеля і строкових депозитів ( $G_3$ )).

Можна дійти висновку, що діяльність банків  $P_1$  і  $P_4$  у цілому характеризується нижчими оцінками прозорості (їм відповідають вищі значення міри ризику, а отже, і відповідні лінії на діаграмі (рис. 6.15) роз-



**Рис. 6.15. Порівняння зважених оцінок ризику участі банків ( $P_1 \div P_4$ ) у незаконних фінансових операціях з урахуванням вагомості критеріїв  $G_1 \div G_4$**

Складено автором.

ташовані вище, ніж інші), тому суб'єкти  $P_1$  та  $P_4$  викликають більше сумнівів щодо причетності до тіньових операцій, порівняно з іншими.

Остаточну оцінку ймовірності втягнення банку у нелегальну діяльність за сукупністю критеріїв слід здійснювати за операцією мінімуму по кожному з елементів нечітких множин в розрізі кожної з фінорганізацій<sup>295</sup>, тобто шляхом виконання операції перетину. Перетин нечітких множин  $\tilde{G}_i$  не лише дає змогу визначити пріоритетність регуляторних дій, але й відповідно до ступенів належності нечіткого рішення  $\tilde{D}$  визначає міру оптимальності застосування обраних заходів:

$$\mu_D(P_1) = \min(0,855; 0,727; 0,677; 0,810) = 0,677;$$

$$\mu_D(P_2) = \min(0,973; 0,656; 0,295; 0,738) = 0,295;$$

$$\mu_D(P_3) = \min(0,841; 0,905; 0,231; 0,710) = 0,231;$$

$$\mu_D(P_4) = \min(0,887; 0,583; 0,447; 0,937) = 0,447.$$

Нечітка множина оптимальних рішень:  $\tilde{D} = \left\{ \frac{0,667}{P_1}, \frac{0,295}{P_2}, \frac{0,231}{P_3}, \frac{0,447}{P_4} \right\}$

дає змогу упорядкувати підозрювані банки за рівнем невідповідності критеріям транспарентності операцій з грошовими коштами. Хоча із 100-відсотковою впевненістю не можна стверджувати, який із банків бере участь у відмиванні доходів, одержаних злочинним шляхом, проте з урахуванням сукупності критеріїв визначається оптимальний порядок оброблення отриманої інформації. Так, згідно з вихідними даними головну увагу слід зосередити на перевірці діяльності банку  $P_1$  ризик втягнення якого у тіньові потоки становить 66,7 %. Також більш пильної уваги вартий банк  $P_4$ , причому слід уточнити трансакції обох банків на предмет одночасної участі в злочинній схемі. У такий спосіб конкретизується не лише сукупність цілей державного фінансового моніторингу, але й склад запиту на інформацію про фінансові операції підозрюваних банків. Банки  $P_2$  і  $P_3$ , за даними багатокритеріального аналізу, виявились більш фінансово стійкими, тому вони потребують подальших спостережень та активізації державного моніторингу у разі погіршення фінансового стану або появи повторних повідомлень про здійснення сумнівних операцій.

<sup>295</sup> Штовба С. Д. Проектирование нечетких систем средствами MATLAB / С. Д. Штовба. – М. : Горячая линия – Телеком, 2007. – С. 87–92.

Подібно до процедури багатокритеріального відбору найбільш ризикових банків, що потребують пріоритетної уваги з боку Держфінмоніторингу, при встановленні вагомості критеріїв прозорості офіційної фінансової звітності страховиків додатково було враховано оцінку рівня тінізації економіки регіону.

На основі складання обернено-симетричної матриці парних порівнянь (6.42) та застосування формули (6.26) одержано такі **вагові значення** (рис. 6.16).

$$A = \begin{bmatrix} 1 & \frac{1}{8} & \frac{1}{5} & \frac{1}{5} & \frac{1}{3} & \frac{1}{3} & \frac{1}{2} & \frac{1}{3} & 2 \\ 8 & 1 & \frac{8}{5} & \frac{8}{5} & \frac{8}{3} & \frac{8}{3} & 4 & \frac{8}{3} & 16 \\ 5 & \frac{5}{8} & 1 & 1 & \frac{5}{3} & \frac{5}{3} & \frac{5}{2} & \frac{5}{3} & 10 \\ 5 & \frac{5}{8} & 1 & 1 & \frac{5}{3} & \frac{5}{3} & \frac{5}{2} & \frac{5}{3} & 10 \\ 3 & \frac{3}{8} & \frac{3}{5} & \frac{3}{5} & 1 & 1 & \frac{3}{2} & 1 & 6 \\ 3 & \frac{3}{8} & \frac{3}{5} & \frac{3}{5} & 1 & 1 & \frac{3}{2} & 1 & 6 \\ 2 & \frac{2}{8} & \frac{2}{5} & \frac{2}{5} & \frac{2}{3} & \frac{2}{3} & 1 & \frac{2}{3} & 4 \\ 3 & \frac{3}{8} & \frac{3}{5} & \frac{3}{5} & 1 & 1 & \frac{3}{2} & 1 & 6 \\ \frac{1}{2} & \frac{1}{16} & \frac{1}{10} & \frac{1}{10} & \frac{1}{6} & \frac{1}{6} & \frac{1}{4} & \frac{1}{6} & 1 \end{bmatrix}. \quad (6.42)$$

Як свідчать розрахунки, нормативи прозорості фінансової звітності страховиків мають різну значимість при відборі високоризикових компаній, підозрюваних у нелегальній фінансовій діяльності. Зокрема, з рис. 6.16 бачимо, що більші показники значимості – понад 10 % виявлено лише для трьох критеріїв: податкової ефективності ( $\alpha_{\text{ПЕСК}} = 20\%$ ), рівня тінізації економіки області ( $\alpha_{\text{регіон}} = 40\%$ ) та співвідношення виплат і затрат ( $\alpha_{\text{СВЗ}} = 10\%$ ).

Отримані результати підтверджують справедливність викладених теоретичних положень. Так, висока податкова ефективність компанії, запропонована у ролі основного індикатора прозорості фінансо-

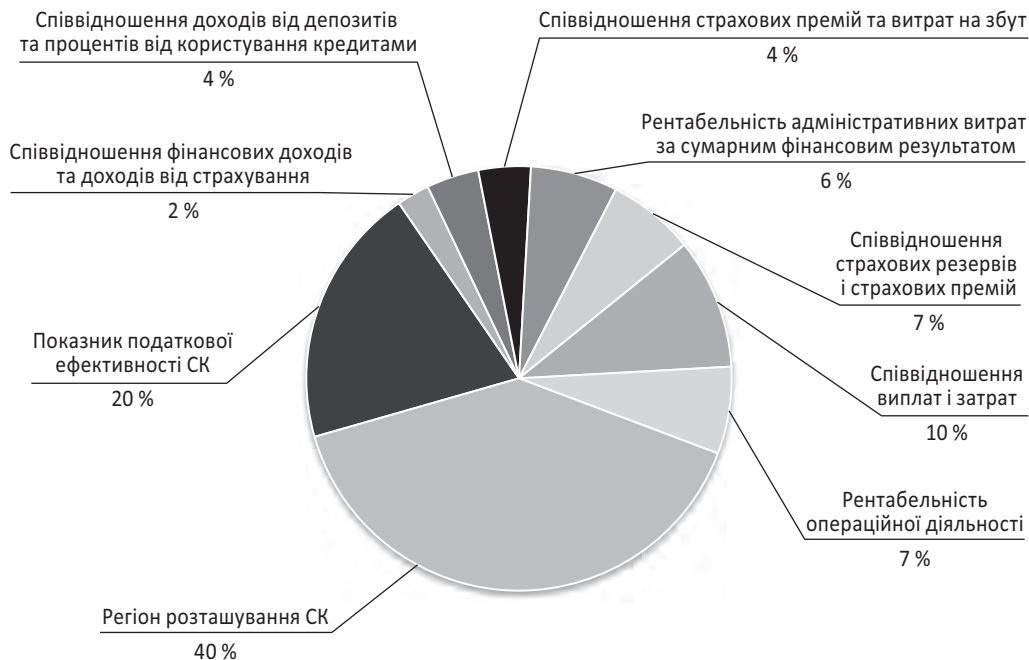


Рис. 6.16. Показники вагомості критеріїв прозорості фінансової звітності страховиків

Складено автором.

вої звітності страховиків, виявляється у співвідношенні сплачених податків до сумарного фінансового результату. Врахування територіального чинника свідчить про дотриманість рекомендацій міжнародних організацій щодо урахування ризикованості операцій та клієнтів. Нарешті, співвідношення виплат і затрат відображає активність страховика у здійсненні виплат, у тому числі і за заздалегідь відомими страховими випадками, що підпадають під категорію страхового шахрайства із середніми збитками, які на практиці дуже складно довести юридично.

Наведені на рис. 6.16 значення показників вагомості критеріїв прозорості офіційної фінансової звітності страховиків призначені для застосування у регуляторній діяльності органів державної влади, насамперед тих, що здійснюють нагляд за роботою страхових компаній. Застосування розроблених нормативів для оцінювання ризику залучення страховика до тіньових схем відмивання брудних доходів, або для виявлення СК, підозрюваної у махінаціях з грошовими коштами, здійснюється аналогічно до прикладу для банків, розглянутому вище.

Таким чином, використання прийомів математичного моделювання макроекономічних процесів, методів статистичного оброблення емпіричних спостережень та інтелектуального аналізу даних надає змогу поліпшити систему інформаційної підтримки рішень щодо зниження тіньової економіки як на рівні суб'єкта первинного фінансового моніторингу, так і на державному рівні.

У 70-х роках ХХ ст. Р. Беллман і Р. Заде провели дослідження «Decision – Making in Fuzzy Environment»<sup>296</sup>, яке стало відправною точкою для більшості робіт з нечіткої теорії ухвалення рішень. Відповідно до його результатів процес ухвалення рішень розглядається в умовах невизначеності, коли цілі й обмеження задані нечіткими множинами. При прийнятті рішення в умовах нечіткого багатокритеріального вибору варіантів є вибір альтернативи, що одночасно відповідає і нечітким цілям, і нечітким обмеженням. У цьому сенсі цілі й обмеження є симетричними відносно рішення, що нівелює відмінності між ними і дає змогу представити рішення як злиття нечітких цілей і обмежень. У згаданій праці питання удосконалення державного фінансового моніторингу розглядається за умови нечіткого багатокритеріального вибору варіантів при варіативності критеріїв.

Традиційно заведено розрізняти три основні класи варіантів прийняття рішень:

1. Упорядкування альтернатив. Для деяких завдань вважається досить обґрунтованою вимога щодо впорядкування стратегій (об'єктів) на підставі множини альтернатив.
2. Розподіл альтернатив за класами рішень.
3. Виокремлення (вибір) кращої альтернативи.

Необхідно зауважити, що багатокритеріальні вибори – це завдання, обтяжені невизначеністю, конфліктністю та породженим ними ризиком. Частина інформації, необхідної для вичерпного та однозначного визначення вимог до рішення, взагалі немає на момент прийняття цього рішення.

Наявні деякі проблемні завдання, в яких відомий лише перелік основних параметрів, але кількісні взаємозв'язки між ними встановити неможливо (немає необхідної інформації). Інколи зрозуміло лише, що зміна параметрів у певних межах впливає на рішення. У таких випадках структура подається як множина зв'язків між параметрами.

---

<sup>296</sup> *Bellman R. E. Decision-Making in Fuzzy Environment / R. E. Bellman, L. A. Zadeh // Management Science. – 1970. – Vol. 17, № 4. – P. 141–160.*

Щодо критеріального виміру, то частіше використовуються природні (об'єктивні по суті) критерії. Рівні значення таких критеріїв вимірюються об'єктивно. Однак трапляються показники, які не можуть бути вимірянні об'єктивно, у таких випадках вводяться штучні (суб'єктивні) критерії і питання вимірності критеріїв набуває особливо важливого значення. Оскільки критерії характеризують різні аспекти альтернатив, вони можуть бути різної природи і мати неоднакові шкали.

Таким чином, для якісних критеріїв множина взаємно однозначних припустимих перетворень  $F(x)$  визначає номінальну шкалу, множина монотонних перетворень  $F(x)$  – порядкову шкалу. Множина перетворень, що монотонно зростають, визначає рангову шкалу (шкалу домінування). Рангова шкала являє собою напрямлену порядкову шкалу. Для ненапрямленої порядкової шкали припустимі будь-які монотонні перетворення. У цьому разі порядок значень ознаки зберігається з точністю до напрямку, відтак шкала характеризує не домінування, а лише близькість.

У свою чергу, для кількісних критеріїв множина припустимих перетворень  $F(x) = \alpha x + \beta$ ,  $\alpha > 0$  визначає шкалу інтервалів, множина припустимих перетворень  $F(x) = \alpha x$ ,  $\alpha > 0$  – шкалу відношень і тотожне перетворення  $F(x) = x$  – абсолютну шкалу. В абсолютній шкалі вимірюються різні якості. Наприклад, така ознака, як «кількість ознак об'єкта» вимірюється в абсолютній шкалі, оскільки визначається тільки з точністю до тотожного перетворення  $F(x) = x$ .

Ураховуючи наведені роз'яснення основних елементів нечіткого багатокритеріального вибору, постає питання імплементації у результаті цього процесу удосконалення державного фінансового моніторингу та контролю цільового використання фінансових ресурсів. Відтак пропонуємо створити модель з елементами удосконалення процесу державного фінансового моніторингу на базі інституційної одиниці фінансового сектору економіки – банку, суб'єкта первинного фінансового моніторингу (рис. 6.17).

Запропонована модель містить усі необхідні елементи державного моніторингу для системи регулювання банківського сектору шляхом запровадження ефективної політики протидії легалізації коштів. За умови імплементації цієї моделі у процеси здійснення фінансового моніторингу банківськими установами та регулювання державного моніторингу, національна система протидії легалізації коштів матиме відповідні позитивні результати. Це буде реалізовано завдяки вищому професійному





**Рис. 6.17. Базова модель удосконалення національної системи протидії легалізації коштів з урахуванням здійснення фінансового моніторингу банківським сектором**

Складено за: The FATF Recommendations: International Standards on Combating Money Laundering and the Financing of Terrorism & Proliferation [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.fatfgafi.org/document/50/0,3746,en\\_32250379\\_32236920\\_49653426\\_1\\_1\\_1\\_1,00html](http://www.fatfgafi.org/document/50/0,3746,en_32250379_32236920_49653426_1_1_1_1,00html).

рівню такого процесу, який відповідатиме міжнародним стандартам, тим самим підвищуючи позитивний імідж України як учасника системи державного фінансового моніторингу щодо протидії легалізації коштів, одержаних злочинним шляхом.

Унаслідок використання запропонованої чотирифазної базової моделі удосконалення національної політики протидії легалізації коштів з результатами проведення фінансового моніторингу суб'єктами первинного фінансового моніторингу в цілому та банківським сектором зокрема буде забезпечено якісно новий рівень участі України в процесах протидії легалізації коштів у міжнародному просторі.

Необхідно зазначити, що запропонована базова модель може бути впроваджена у практичну діяльність. Для дослідження впливу аспектів удосконалення національної системи протидії легалізації коштів з урахуванням здійснення фінансового моніторингу на показники економічного розвитку національного господарства та на зміну в його структурі, використаємо розроблену автором модель такого впливу. Змінними параметрами у моделі будуть:

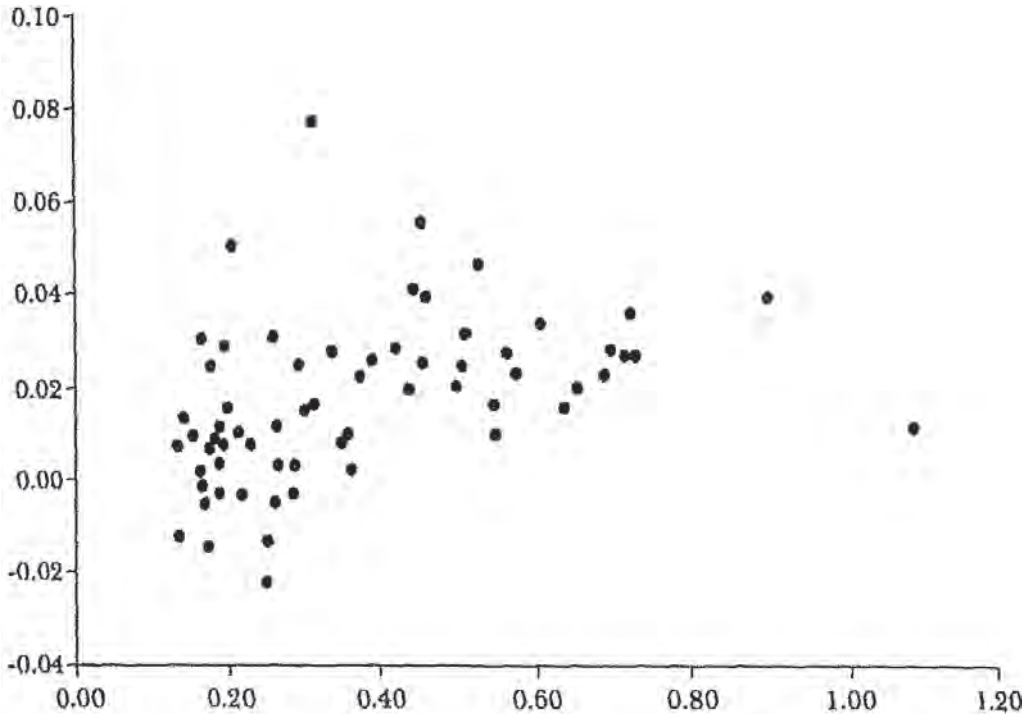
- лаг реакції національної економіки на запровадження нової політики протидії легалізації коштів із урахуванням здійснення фінансового моніторингу (ЛФМ);
- рівень виявлення ризиків у національній системі протидії легалізації коштів із урахуванням здійснення фінансового моніторингу (РРНСФМ);
- рівень державних витрат у ВВП (ДВвп), середній рівень інфляції (ІФ);
- величина імпорту у ВВП (ІМвп);
- рівень залежності економіки від власної фінансової системи та від превентивних заходів для фінансового сектору (ЗФС);
- рівень відсотка кредитування приватного сектору економіки (%КПС);
- величина рівня кредитованого приватного сектору до ВВП (КПСвп);
- коефіцієнт банківського резервування (КБР);
- спред між кредитами та депозитами (SPREAD).

На рис. 6.18 показано першу групу впливів та взаємозв'язків лагу реакції національної економіки на запровадження нової політики протидії легалізації коштів з урахуванням здійснення фінансового моніторингу (ЛФМ) та національною економікою – зв'язок між ступенем залежності національної економіки від фінансової системи та показники фінансового моніторингу у банківській системі такого національного господарства (на прикладі країн ОЕСР).

Кореляцію між рівнем економічного зростання та окремими фінансовими індикаторами фінансового розвитку представлено у табл. 6.10.

Результати регресійного моделювання представлено у табл. 6.11.

Емпіричні дослідження за період 1980–2012 рр. засвідчили наявність тісного взаємозв'язку між рівнем економічного зростання та якістю національної системи протидії легалізації коштів із урахуванням здійснення фінансового моніторингу банківським сектором. Крім того, емпіричне дослідження офіційних статистичних даних від OECD, MSTI, WIPO,



**Рис. 6.18. Зв'язок між ступенем залежності національної економіки від фінансової системи та показники фінансового моніторингу у банківській системі такого національного господарства (на прикладі країн ОЕСР)**

Джерело: розроблено на основі офіційних статистичних даних від OECD, MSTI, WIPO, PCT system.

Таблиця 6.10

**Кореляція між рівнем економічного зростання та окремими фінансовими індикаторами фінансового моніторингу для всіх країн – членів ОЕСР**

Показник	ЛФМ	% КПС	КПСвВП	КБР
ВВП	0,41	0,36	0,37	-0,31
ЛФМ		0,08	0,90	-0,49
% КПС			0,08	-0,39
КПСвВП				-0,56

Складено на основі офіційних статистичних даних від OECD, MSTI, WIPO, PCT system, 1980–2012 рр.

Таблиця 6.11

## Результати моделювання

Змінні	С	ЛФМ	РРНСФМ	ДВВП	ІМВВП	ІФ	ЗФС	%КПС	КПСВВП	Rjqr
ВВП	0,077 (0,017)	-0,012 (0,003)	0,012 (0,03)	-0,033 (0,057)	0,006 (0,015)	-0,00002 (0,00001)	0,027 (0,012)	-	-	0,44
ВВП	0,12 (0,029)	-0,011 (0,003)	0,015 (0,002)	-0,019 (0,057)	0,005 (0,015)	-0,00002 (0,00001)	-	0,017 (0,007)	-	0,44
ВВП	0,14 (0,029)	-0,014 (0,003)	0,013 (0,002)	-0,027 (0,055)	0,011 (0,015)	-0,00002 (0,00001)	-	-	0,028 (0,01)	0,47
ВВП	0,014 (0,029)	-0,011 (0,003)	0,013 (0,002)	-0,074 (0,057)	0,008 (0,014)	-0,00002 (0,00001)	-	-	-	0,49

Складено автором.

РСТ system за період 1980–2012 рр. усіх країн – членів ОЕСР підтвердило, що, крім загальних показників скорочення темпів ВВП у країні при виявленні кризових станів у фінансовій системі держави щодо протидії легалізації коштів з урахуванням здійснення фінансового моніторингу банківським сектором, змінюється також і сама структура економіки такого національного господарства за галузями.

## ВИСНОВКИ ДО РОЗДІЛУ 6

1. Необхідність розроблення механізму забезпечення стійкості фінансового сектору на основі детінізації грошових потоків зумовлена сутністю впливу тіньових грошових потоків на рівень економічної стабільності, а саме: зростання обсягів тіньової економічної діяльності негативно позначається на динаміці ВВП та доходів державного бюджету, внаслідок чого зростає бюджетний дефіцит, а отже, і державний борг, призводячи до прискорення темпів нагромадження сукупного боргу. В свою чергу, зростання заборгованості на тлі уповільнення офіційного ВВП негативно впливає на боргову позицію держави, а відтак і на рівні боргової стійкості державних фінансів.

2. На підставі аналізу публічної звітності в регіональному масштабі розроблено порогові значення індикаторів причетності страховиків до нелегальних фінансових потоків, що розраховуються на основі офіційної фінансової звітності. Вони насамперед пов'язані з фінансовою діяльністю СК як ділових підприємств, адже можуть отримувати кредити від банків або розміщувати нагромаджені фінансові ресурси на банківських депозитних рахунках. Отже, на кожен гривню процентів, сплачених за кредитами, страховики мають одержувати щонайменше 5 грн доходів від депозитів; кожна гривня, спрямована на адміністративні витрати, інші, ніж ліквідаційні витрати, має повертатись до страхових компаній у вигляді 2 грн фінансового результату; додаткові витрати на збут повинні забезпечувати, щонайменше, тридцятикратне зростання страхових премій. За підсумками 2010 р. встановлені нормативи було витримано лише страховиками у Дніпропетровській, Донецькій, Запорізькій, Одеській і Сумській областях, а решта регіонів визнано такими, що мають високу ймовірність причетності фінансових установ до нелегальних грошових потоків та навмисного банкрутства з метою приховування участі у тіньових фінансових операціях.

3. У результаті статистичного аналізу публічної звітності банківського сектору прийнято такі загальнонаціональні нормативні значення показників ризику непрозорості операційної діяльності, порушення яких потребує посилення державного нагляду за операціями, виконуваними у банківській системі: пороговий норматив фінансового ризику – на кожен гривню строкових депозитів має припадати сума не більш ніж 4,75 грн кредитів фізичних та юридичних осіб; пороговий норматив рентабельності/збитковості сумарних активів банківських організацій –

(–5,5 %), тобто не більше 5,5 коп. збитків у розрахунку на кожну гривню активів комерційного банку. Відносно банків із високим ризиком непрозорості операційної діяльності заходи з боку системи державного регулювання передбачають підвищення кількості перевірок Національним банком України та зниження порогових сум «сумнівних» фінансових операцій.

4. Алгоритм перевірки публічної фінансової звітності банків, віднесених до категорії таких, до яких слід посилити регуляторні вимоги і нагляд з боку Національного банку України та інших суб'єктів державного фінансового моніторингу, передбачає розрахунок коефіцієнта відносно го відставання (випередження) приросту рентабельності активів над приростом коефіцієнта автономії і зіставлення отриманого значення з динамікою рентабельності сукупних активів. Відсутність потреби у посиленні державного нагляду зумовлена позитивною динамікою фінансових результатів банку, відображених у публічній фінансовій звітності, або збереженням пропорційності між динамікою фінансової автономії та рентабельністю активів.

5. За результатами дослідження передумов активізації тіньових фінансових операцій на фінансовому ринку запропоновано методичний інструментарій оцінювання ймовірності фінансового зловживання, що передбачає обчислення ймовірності причетності особи до фінансового шахрайства, і у разі високих її значень, – застосування низки запобіжних заходів: від відмови підозрілому клієнту до повідомлення суб'єктів державного фінансового моніторингу. Імовірність схильності клієнта до фінансового зловживання пропонується визначати як середньозважену трьох складових: регіональної, матеріально-ресурсної та дохідної. Для суб'єктів державного фінансового моніторингу запропонований інструментарій рекомендовано застосовувати як засіб контролю за діяльністю фінансових установ щодо повноти висвітлення операцій та контрагентів, які підлягають обов'язковому фінансовому моніторингу.

# СТРАТЕГІЧНІ НАПРЯМИ БОРГОВОЇ ПОЛІТИКИ ДЕРЖАВИ У СИСТЕМІ ЗАХОДІВ ІЗ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ СТІЙКОСТІ ДЕРЖАВНИХ ФІНАНСІВ УКРАЇНИ

## 7.1. ЕКОНОМІЧНО БЕЗПЕЧНИЙ РІВЕНЬ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ І ДЕФІЦИТУ ДЕРЖАВНОГО БЮДЖЕТУ ДЛЯ УКРАЇНИ

У сучасних умовах проблеми визначення допустимого рівня боргового навантаження набувають особливої актуальності. Адже державні позики допоможуть прискорити темпи економічного зростання за рахунок фінансування продуктивних інвестицій, можуть пом'якшити наслідки дії несприятливих зовнішніх факторів у економіці. Проте, якщо нація або уряд накопичують боргові зобов'язання понад рівень, який вони здатні обслуговувати, з високою ймовірністю може виникнути боргова криза, яка призведе до значних економічних і соціальних втрат.

Деструктивний вплив надмірного рівня боргового навантаження на економічний розвиток реалізується через зростання процентних ставок в економіці, пригнічення інвестиційної діяльності та посилення макроекономічної нестабільності. За високого розміру державного боргу збільшується вразливість фінансового стану уряду до переливів міжнародних капіталів і коливань вартості національної валюти.

Провідні фахівці в галузі міжнародних фінансів дійшли згоди, що рівень державного боргу, міцність національної економіки до впливу зовнішніх шоків, а також курс економічної політики та її оцінювання ринковими суб'єктами є ключовими факторами, що визначають ймовірність виникнення боргової кризи і загострення боргових проблем у конкретній країні.

Високий рівень державного боргу обмежує здатність країни адекватно реагувати на несприятливі зовнішні шоки. Країни з високим рівнем державного боргу зазнають різкішого підвищення процентних ставок

при збільшенні дефіциту бюджету на задану величину. Величина державного боргу напередодні кризи 2008–2009 рр. істотною мірою визначала «свободу маневру» з проведення стабілізаційної політики у різних країнах, а також ймовірність виникнення проблем з платоспроможністю і ліквідністю уряду.

В Україні офіційно оприлюднюється інформація щодо прямого і гарантованого боргу центрального уряду, який має назву державного боргу. Цей показник використовується з аналітичною метою для оцінювання ризиків фінансової безпеки країни. Проте у міжнародній практиці при здійсненні статистичних порівнянь здебільшого оперують показником боргу загального уряду (*general government debt*), який включає борги всіх рівнів державного управління.

При оцінюванні перспектив боргової стійкості показник боргу загального уряду в умовах України має включати прямий державний борг, гарантований державою борг і місцевий борг (з урахуванням гарантованого).

Доцільність включення до сумарного показника державного боргу такого параметру, як гарантований державою борг, пояснюється тим, що:

- гарантований державою борг в Україні включає такі складові, як: заборгованість МВФ, заборгованість Укравтодору, Державної іпотечної установи тощо, які за чинними у світі стандартами обліку боргових операцій мають входити до прямого суспільного боргу – *public debt*; інші складові гарантованого боргу з високою вірогідністю погашатимуться за рахунок бюджетних коштів;
- у міжнародній практиці при наявності високих фіскальних ризиків державних гарантій для оцінювання перспектив боргової стійкості застосовується агрегований показник державного боргу та гарантованого державою боргу. Саме тому при оцінюванні прийнятності рівня державного боргу України та аналізі боргової стійкості Міжнародний валютний фонд оперує показником державного і гарантованого державою боргу<sup>297</sup>.

Борг центрального уряду в Україні (прямий і гарантований) на 31.12.2013 становив 584,4 млрд грн, або 40,2 % ВВП за 2013 р. Абсолютний розмір боргу центрального уряду з кінця 2007 р. збільшився більш

<sup>297</sup> Меморандумом про економічну та фінансову політику від 16.07.2010 цільовим показником для уряду визначено неперевищення державним і гарантованим державою боргом рівня 35 % ВВП, починаючи з 2015 р.



ніж у 6 разів. Останніми роками в Україні стрімко збільшувалися всі складові державного боргу – прямого, гарантованого, внутрішнього і зовнішнього.

В Україні не оприлюднюється інформація щодо місцевого і гарантованого місцевими радами боргу. Однак на основі окремих даних Міністерства фінансів України щодо погодження місцевих запозичень було обчислено орієнтовний розмір місцевого боргу станом на початок 2013 р. Згідно з нашими оцінками, місцевий борг в Україні з урахуванням гарантованого станом на початок 2013 р. становив 13,02 млрд грн, або 0,92 % ВВП.

Таким чином, розмір боргу загального уряду в Україні станом на 31 грудня 2013 р. був близько 597 млрд грн, або 41 % ВВП за 2013 р. Згідно з оцінками МВФ у країнах із ринками, що формуються, борг загального уряду станом на кінець 2013 р. в середньому становив 34 % ВВП (табл. 7.1). Тобто розрив між боргом загального уряду в Україні і середнім показником для країн з ринками, що формуються, вже становить 7 % ВВП, а наприкінці 2015 р. указаний розрив може сягнути 28 % ВВП.

В ЄС Маастрихтські критерії рівня боргу і дефіциту бюджету ґрунтуються на дефініціях Європейської системи рахунків – European System of Accounts (ESA95). Європейську систему рахунків розроблено на основі системи національних рахунків 1993 р. (SNA93). Показники дефіциту і державного боргу виводяться на основі показників діяльності сектору загального державного управління (або загального уряду) відповідно до визначення системи національних рахунків. Водночас сектор загального уряду складається із чотирьох підсекторів:

- а) центральний уряд (S.1311): включає всі адміністративні державні департаменти та інші центральні установи, компетенції яких поширюються на всю економічну територію, за винятком адміністрації фондів соціального страхування;
- б) регіональні органи управління (S.1312): складаються з окремих інституційних одиниць, які виконують функції уряду на рівні, нижчому центрального і вищому від місцевого рівня, за винятком адміністрації фондів соціального страхування;
- в) місцеві органи управління (S.1313): включають одиниці державного управління, компетенції яких поширюються виключно на місцевому рівні, на частині економічної території країни без урахування місцевих установ фондів соціального страхування;

Таблиця 7.1

**Борг загального уряду в країнах з ринками, що формуються, % ВВП**

Країна	2007	2011	2012	2013
Аргентина	67,4	44,9	44,9	42,4
Бразилія	65,2	64,9	68,5	67,2
Болгарія	18,6	15,4	18,5	17,8
Чилі	3,9	11,1	11,2	11,1
Китай	19,6	25,5	22,8	21,3
Колумбія	32,7	35,8	32,8	32,0
Єгипет	80,2	76,6	80,2	85,2
Угорщина	67,0	81,4	79,0	79,9
Індія	75,0	66,4	66,8	66,4
Індонезія	35,1	24,4	24,0	23,6
Йорданія	73,8	70,7	79,6	83,8
Казахстан	5,9	10,7	12,3	13,2
Латвія	7,8	37,5	36,4	41,0
Литва	16,8	38,5	39,6	40,0
Малайзія	41,2	54,5	55,5	56,0
Мексика	37,8	43,7	43,5	43,5
Марокко	54,6	54,4	59,6	61,2
Пакистан	56,0	60,3	62,1	64,1
Перу	30,4	22,0	19,8	17,5
Філіппіни	44,6	41,9	41,9	39,7
Польща	45,0	56,4	55,2	56,8
Румунія	12,7	34,2	37,0	36,9
Російська Федерація	8,5	11,7	10,9	10,4
Саудівська Аравія	17,1	5,4	3,6	3,5
Південно-Африканська Республіка	28,3	39,6	42,3	42,7
Таїланд	38,3	41,7	44,3	45,9
Туреччина	39,9	39,2	36,4	35,5
Україна	12,3	36,8	37,4	42,2
<b>Середня величина</b>	<b>35,4</b>	<b>36,7</b>	<b>35,2</b>	<b>34,3</b>

Складено за даними МВФ: Fiscal Monitor: Fiscal Adjustment in an Uncertain World. – Washington, D.C. : International Monetary Fund, 2013. – Apr. – 83 p.

г) фонди соціального страхування (S.1314): складаються з центральних, регіональних і місцевих інституційних одиниць, головним видом діяльності яких є надання соціальних допомог.

Аналогічно і в системі Статистики державних фінансів МВФ передбачено три рівні державного управління: центральний уряд; органи управління штатів, провінцій або регіонів; місцеві органи управління.

Доцільність консолідації показників державного і місцевого боргу в Україні засвідчує й міжнародний досвід розроблення та використання бюджетних правил. Зараз 76 країн користуються національними і наднаціональними бюджетними правилами. При цьому, як показують результати емпіричних досліджень, вищого ступеня фіскальної дисципліни досягають саме у тих країнах, де бюджетні правила поширюються на всі рівні загального уряду<sup>298</sup>.

Як ми показали, відносний рівень боргу загального уряду в Україні (40,2 % до ВВП) впритул наблизився до критичного рівня для країн з низьким і середнім рівнем доходів – 40 % ВВП. Крім того, при прогнозуванні обсягу державного боргу та величини боргових виплат бюджету на перспективу слід враховувати і такі «обтяжуючі обставини»:

- суттєва 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;
- значні обсяги високоризикових умовних зобов'язань держави, найвагомішими серед яких є підтримка стабільності банківської системи та стратегічно важливих державних підприємств, можуть суттєво збільшити тягар боргового навантаження у кризових умовах.

У міжнародній практиці вважається, що показники державного боргу та його обслуговування досягають небезпечного рівня тоді, коли вони наближаються до позначки, за якої інші держави в історичному ракурсі вимушені були припинити обслуговування боргу і ставили перед кредиторами питання про його реструктуризацію чи списання.

Економічно безпечний рівень боргу для країн із низьким і середнім рівнем доходів є значно нижчим, ніж для розвинутих країн. Відсутність стабільного доступу до зовнішнього фінансування, що дає змогу безпе-

<sup>298</sup> Fiscal Rules in Response to the Crisis – Toward the «Next-Generation» Rules. A New Dataset / A. Schaechter, T. Kinda, N. Budina, A. Weber // IMF Working Paper. – 2012. – WP/12/187. – 48 p.

первно рефінансувати накопичені борги; невисокий рівень доходів держави та нестабільність податкових надходжень до бюджету; висока вартість залучення позичкових коштів знижують ступінь платоспроможності держави навіть за помірною обсягу державного боргу відносно ВВП.

За висновками численних емпіричних досліджень, які проводилися зарубіжними та вітчизняними вченими, економічно безпечний розмір державного боргу для країн з ринками, що формуються, не перевищує 25–40 % ВВП. За результатами дослідження МВФ, країни з ринками, що формуються, неспроможні забезпечувати боргову стійкість, якщо державний борг перевищує рівень 50 % ВВП, а загалом прийнятний рівень державного боргу для типової країни з ринком, що формується, становить лише 25 % ВВП<sup>299</sup>.

З використанням економіко-математичних методів нами виявлено таку закономірність – ймовірність розгортання боргової кризи у країні з розміром державного боргу на рівні 66–78 % ВВП становить 40 %; якщо обсяги державного боргу перебувають на рівні 58–66 % ВВП, то така ймовірність становить 30 %. Для того, аби ймовірність порушення державою графіка боргових платежів не перевищувала 15 %, державний борг має знаходитися на рівні, нижчому від 35 % ВВП<sup>300</sup>.

У спільній роботі МВФ і Світового банку зазначається, що країни із слабкими інститутами характеризуються підвищеними ризиками боргової кризи при досягненні державним боргом рівня 30 % ВВП і 100 % доходів бюджету<sup>301</sup>.

Дж. Імбс і Р. Рансьєр довели, що проблема боргового навантаження стає актуальною при досягненні державним боргом рівня 30–35 % ВВП<sup>302</sup>. Е. Балдассі, І. Петрова та інші показали, що критичне значення відношення державного і місцевого боргу до ВВП для країн із ринками, що формуються, становить 42,8 % ВВП<sup>303</sup>.

<sup>299</sup> World Economic Outlook / International Monetary Fund. – Washington, D.C. : IMF, 2003. – Sept.

<sup>300</sup> Вахненко Т. П. Зовнішні боргові зобов'язання у системі світових фінансово-економічних відносин / Т. П. Вахненко. – К. : Фенікс, 2006. – С. 100–102.

<sup>301</sup> Akyüz Y. Debt Sustainability in Emerging Markets: A Critical Appraisal / Y. Akyüz // DESA Working Paper. – 2007. – DWP/61. – 2007. – 24 p.

<sup>302</sup> Imbs J. The Overgang Hangover / J. Imbs, R. Ranciere // World Bank Policy Research Working Paper. – 2005. – № 3673.

<sup>303</sup> Assessing Fiscal Stress / E. Baldacci, I. Petrova, N. Belhocine, G. Dobrescu, S. Mazraani // IMF Working Paper. – 2011. – WP/11/94. – 20 p.

Поширений у розвинутих країнах законодавчий ліміт на розмір державного боргу – 60 % ВВП – є прийнятним для держав із місткими фінансовими ринками і низькими ризиками рефінансування боргу. Зважаючи на відсутність таких умов у більшості країн із низьким і середнім рівнем доходів, їхнє законодавство щодо регулювання боргових операцій урядів є рестриктивнішим.

Так, у Сербії законом про бюджетну систему з жовтня 2010 р. граничний розмір боргу загального уряду визначено на рівні 45 % ВВП. В Еквадорі ліміт боргу загального уряду становить 40 % ВВП.

У Косово Законом «Про державний борг» (2010 р.) ліміт державного боргу визначено на рівні 40 % ВВП. У Панамі розмір державного боргу після 2015 р. не повинен перевищувати 40 % ВВП, а граничний розмір дефіциту державного сектору – 1 % ВВП.

Законодавством Словаччини передбачено, що після 2017 р. борговий ліміт буде знижено до 50 % ВВП, а механізми бюджетного коригування будуть запускатися в дію після перевищення державним боргом рівня 40 % ВВП.

У африканських країнах ліміт боргу центрального уряду становить 30 % ВВП у Намібії та 45 % ВВП у Кенії. У Словенії до вступу в ЄС діяв борговий ліміт на рівні 40 % ВВП, який поширювався на борг загального уряду і борги нефінансових державних підприємств<sup>304</sup>.

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 більше, як 40 % ВВП. Меморандумом економічної політики уряду України на 2010 р. вагомою умовою забезпечення фінансової стабільності було визначено досягнення до 2015 р. державним і гарантованим державою боргом рівня, не вищого від 35 % ВВП.

Проте згідно з Бюджетним кодексом України загальний обсяг державного боргу та гарантованого державою боргу на кінець бюджетного періоду не може перевищувати 60 % річного номінального обсягу ВВП України (ч. 2 ст. 18). Встановлення бюджетним законодавством України боргового ліміту на завищеному рівні і поширення його виключно на

<sup>304</sup> Fiscal Rules in Response to the Crisis – Toward the «Next-Generation» Rules. A New Dataset / A. Schaechter, T. Kinda, N. Budina, A. Weber // IMF Working Paper. – 2012. – WP/12/187. – P. 22.

борги центрального уряду створює сприятливі можливості для подальшого нарощування боргу загального уряду.

За високого розміру державного боргу зростає вразливість державних фінансів до переливань міжнародних капіталів і коливань вартості національної валюти.

При наближенні України до межі економічно безпечного рівня боргу суттєво посилюється ймовірність виникнення боргової кризи, поштовхом до якої може стати як звуження потенціалу для залучення нових позик, так і неможливість держави розрахуватися за наявними зобов'язаннями внаслідок недостатності бюджетних коштів. Боргова криза, у свою чергу, стане детонатором розкручування спіралі фінансової дестабілізації і загострення кризи у реальному секторі економіки.

З метою відвернення кризи державного боргу України необхідно підвищити ступінь збалансованості державних фінансів і домагатися утримання прямого боргу загального уряду на рівні до 40 % ВВП.

Для цього насамперед варто удосконалити інституційні механізми стримування розростання державного боргу. Зокрема, шляхом внесення змін до ч. 2 ст. 18 Бюджетного кодексу України варто забезпечити зниження боргового ліміту до 40 % ВВП і поширити цей ліміт на всі рівні державного управління, включаючи місцеві борги (виключивши гарантований борг).

Зниження граничного розміру державного боргу матиме такі переваги для уряду:

- зменшення вразливості державних фінансів до впливу зовнішніх шоків;
- скорочення витрат на обслуговування боргу і розширення фінансових можливостей держави у майбутньому;
- зниження ризиків ліквідності і платоспроможності держави;
- можливість використання антициклічного потенціалу бюджетно-податкової політики.

Зменшення обсягу дефіциту державного бюджету і дефіциту сектору загального державного управління є головним засобом зменшення потреб держави у залученні позикових коштів і стримування небезпечного зростання державного боргу України, який в умовах посилення нестабільності світової фінансової системи характеризується підвищеними ризиками рефінансування боргу і високими валютними ризиками.

Міжнародні порівняння засвідчують наявність суттєвого потенціалу для раціоналізації видатків бюджету в Україні. Так, у 2011 р. видатки за-

гального уряду в Україні (з урахуванням місцевих органів і фондів обов'язкового соціального страхування) становили 45,2 % ВВП. Цей рівень на 3 в. п. перевищував середній рівень видатків у розвинутих країнах і на 17 в. п. середній рівень у країнах з ринками, що формуються (табл. 7.2). Так, у 2011 р. на видатки загального уряду в країнах з ринками, що формуються, припадало 28,5 % ВВП.

Серед країн із ринками, що формуються, вищий рівень державних видатків, порівняно з Україною, мала тільки Угорщина – 48,4 % ВВП. Навіть нові члени ЄС – Болгарія, Польща та Румунія, які почали впроваджувати західні стандарти «держави загального добробуту» – характеризуються нижчим співвідношенням державних видатків і ВВП: 34,6, 44,5 і 35,5 % відповідно.

Для визначення орієнтирів у сфері бюджетно-податкової політики в міжнародній практиці часто оперують показником структурного первинного балансу загального уряду. Цей показник включає три базові поняття: первинного балансу, балансу загального уряду та структурного балансу.

Величина первинного балансу уряду засвідчує наскільки поточні заходи бюджетно-податкової політики покращують чи погіршують боргову ситуацію в державі. Доцільність обчислення показника первинного балансу бюджету обумовлена тим, що процентні платежі є результатом минулих бюджетних дефіцитів, а тому вони повинні відніматися від загальної суми дефіциту бюджету для отримання точної картини поточної ситуації і оцінки впливу нинішньої фіскальної політики на розвиток економіки.

Поняття «загального уряду» включає центральний уряд, регіональні й місцеві органи влади, а також позабюджетні фонди або фонди соціального страхування.

Для відображення коливань економічної кон'юнктури і розрізнення складових дефіциту бюджету, що визначаються політичними рішеннями щодо здійснення видатків бюджету / стягнення податків та обумовлюються неминучими змінами рівня доходів бюджету і його видатків у зв'язку із зміною рівня економічної активності, розрізняють показники структурного дефіциту і циклічного дефіциту.

Структурний дефіцит бюджету призначений для оцінки фіскальної позиції уряду, «очищеної» від впливу макроекономічних тенденцій.

- **Структурний дефіцит** – розрахункова величина перевищення видатків бюджету над його доходами для економіки з природним

Таблиця 7.2

## Динаміка видатків загального уряду в різних групах країн, %

Країни	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2013 оцінка	2014 прогноз
<i>Країни з ринками, що формуються</i>								
Аргентина	30,8	33,6	34,2	37,9	38,8	40,0	38,9	39,2
Бразилія	39,5	38,3	37,7	38,1	39,4	38,8	38,8	38,7
Болгарія	33,6	34,9	35,2	36,2	36,6	34,6	35,6	35,6
Чилі	18,7	19,4	21,7	24,6	23,6	23,3	23,4	22,6
Китай	18,9	18,9	20,0	23,1	22,5	23,6	23,9	23,7
Колумбія	28,1	28,2	26,3	29,1	29,0	28,7	28,5	28,4
Угорщина	52,2	50,6	49,2	51,4	49,5	48,4	48,8	48,8
Індія	25,7	26,0	27,5	29,3	28,0	27,1	27,3	27,3
Індонезія	20,1	20,3	21,3	18,3	18,2	19,0	18,5	18,1
Йорданія	36,4	37,0	34,4	34,9	30,4	32,3	31,3	31,4
Казахстан	19,8	24,1	26,7	23,4	22,5	22,8	24,5	24,6
Латвія	36,7	35,7	43,1	44,1	43,4	39,3	36,0	34,5
Литва	33,7	34,8	37,3	43,9	42,1	39,3	37,7	36,6
Малайзія	27,1	27,9	28,8	32,4	28,5	29,7	28,0	27,7
Мексика	22,8	23,1	24,6	28,3	26,9	26,2	24,4	24,3
Марокко	29,4	30,1	31,8	31,1	31,9	34,5	32,4	31,8
Пакистан	18,4	20,8	22,3	19,9	20,3	19,1	19,3	19,2
Перу	18,2	17,7	18,9	20,9	20,3	19,1	20,0	19,9
Філіппіни	19,1	19,0	18,6	20,1	19,2	18,1	18,7	18,7
Польща	43,9	42,2	43,2	44,5	45,4	44,5	43,8	43,4
Румунія	33,7	35,4	37,0	38,5	38,7	35,5	33,5	33,6
Росія	31,1	33,1	34,3	41,4	39,0	36,8	37,1	36,5
Саудівська Аравія	32,0	34,6	31,6	45,6	42,0	39,9	38,6	39,7
ПАР	26,9	28,1	30,2	33,1	32,3	32,0	31,4	31,1
Таїланд	20,1	21,3	21,2	24,0	23,2	23,3	24,3	24,5
Туреччина	32,8	33,3	33,8	37,7	35,4	34,2	33,9	33,5
<b>Україна</b>	<b>44,6</b>	<b>43,8</b>	<b>47,4</b>	<b>48,6</b>	<b>48,5</b>	<b>45,2</b>	<b>42,1</b>	<b>41,9</b>
Середні показники	33,9	33,8	35,0	38,2	37,0	36,3	35,1	34,6
Розвинуті країни	38,7	38,6	40,4	44,5	43,3	42,7	41,2	40,6
Країни з ринками, що формуються	26,1	26,4	27,2	29,7	28,8	28,5	28,2	28,0
Єврозона	46,7	46,0	47,2	51,1	50,9	49,4	48,7	48,2
«Велика сімка»	39,2	39,1	41,1	45,5	44,2	43,7	42,2	41,5
«Велика двадцятка»	33,6	33,4	34,6	38,0	36,6	36,1	34,9	34,4

Складено за даними МВФ за відповідні роки.



рівнем зайнятості, в якій діють розміри податкових ставок і соціальних допомог, обумовлені чинним законодавством.

- **Циклічний дефіцит** відображає зміни в рівнях доходів чи видатків бюджету, зумовлені коливаннями економічної кон'юнктури. Розмір циклічного дефіциту обчислюється як різниця між звичайним дефіцитом і структурним дефіцитом бюджету.

Обчислення структурного балансу бюджету передбачає оцінювання рівня циклічно скоригованих доходів бюджету та його видатків за допущення природного рівня зайнятості. Формули для проведення таких розрахунків наведені у п. 1.2 цієї монографії.

$$\begin{aligned}
 & \text{Структурний первинний баланс загального уряду (PB)} = \\
 = & \text{Структурний баланс загального уряду} - \text{Видатки уряду на обслуговування} \\
 & \text{державного і місцевого боргу} = \text{Циклічно скориговані податкові} \\
 & \text{надходження загального уряду} + \text{неподаткові доходи загального уряду} - \\
 & - \text{циклічно скориговані первинні видатки загального уряду} \\
 & \text{(не включаючи видатки на обслуговування боргу)}. \tag{7.1}
 \end{aligned}$$

Для України оцінки структурного балансу загального уряду можуть бути лише приблизними з невисоким ступенем точності. Це зумовлено як труднощами оцінки потенційного ВВП, так і неможливістю достовірно оцінити еластичність податкових надходжень до розриву ВВП. Адже еластичність податкових надходжень до величини ВВП в ідеалі оцінюється за умови незмінності податкового законодавства, що передбачає зміну рівня надходжень до бюджету лише внаслідок коливань рівня економічної активності. Якщо зміна надходжень до бюджету пояснюється впливом кількох чинників, то досить важко оцінити саме внесок зростання чи падіння обсягу ВВП.

Експерти МВФ регулярно оцінюють для різних країн показники структурного (або циклічно скоригованого) балансу загального уряду, а також структурного (або циклічно скоригованого) первинного балансу загального уряду. Для України історичні значення циклічно скоригованого балансу загального уряду та циклічно скоригованого первинного балансу за оцінками МВФ наведені у табл. 7.3.

Фактичне значення структурного первинного балансу загального уряду ( $PB_{t_0}$ ) у 2012 р. становило  $-2,7\%$  ВВП<sup>305</sup> (табл. 7.3). Прогнозоване МВФ значення структурного первинного балансу на 2014 р. становить  $2,1\%$  ВВП.

<sup>305</sup> International Monetary Fund. Fiscal Monitor, April 2013. – P. 72.

Таблиця 7.3

**Динаміка показників циклічно скоригованого балансу загального уряду в Україні, % ВВП**

Показник	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Циклічно скоригований баланс	-2,7	-4,3	-4,0	-2,3	-3,9	-3,2	-4,6	-4,0
Циклічно скоригований первинний баланс	-2,0	-3,8	-3,5	-1,2	-2,3	-1,2	-2,7	-1,6

Складено за даними МВФ за відповідні роки.

Згідно зі стандартами ЄС структурний первинний баланс загального уряду, який стабілізує поточний рівень державного боргу відносно ВВП, розраховується за такою формулою:

$$\frac{D_{13} \cdot ((1+r_{14}) \cdot (1+r_{15}) \cdot (1+r_{16}) \cdot (1+r_{17}) \cdot (1+r_{18}) - 1)}{(1+r_{15}) \cdot (1+r_{16}) \cdot (1+r_{17}) \cdot (1+r_{18}) + (1+r_{16}) \cdot (1+r_{17}) \cdot (1+r_{18}) + (1+r_{17}) \cdot (1+r_{18}) + (1+r_{18})}, \quad (7.2)$$

де:  $D_{13}$  – валовий борг загального уряду наприкінці 2013 р., % ВВП;  $r_t$  – величина, яка приблизно дорівнює різниці ставки обслуговування боргу та темпу приросту номінального ВВП і розраховується за формулою  $r_t = (1+R_t)/(1+G_t) - 1$ , де:  $R_t$  – середня номінальна ставка обслуговування державного боргу в році  $t$ ;  $G_t$  – темп зростання номінального ВВП в  $t$ -му році.

Для прогнозування середньої процентної ставки обслуговування державного боргу варто проаналізувати її минулі значення. Їх було розраховано як відношення абсолютної суми витрат на обслуговування державного боргу до скоригованої суми державного і гарантованого державою боргу в минулі роки. Скоригована сума державного і гарантованого державою боргу або сума боргу, що обслуговується за рахунок бюджету, обчислювалася як різниця між загальною сумою державного і гарантованого державою боргу та зовнішнього гарантованого боргу<sup>306</sup>.

Як свідчать дані табл. 7.4, середня ставка обслуговування державного боргу України в 2011 р. становила 6,5 %, в 2012 р. – 6,2 %, а в 2013 р. досягла рівня 6,1–6,2 %. Прогнозні розрахунки на 2014–2018 рр. виконували-

<sup>306</sup> Гарантований зовнішній борг здебільшого обслуговується самими підприємствами-позичальниками, і лише при настанні терміну погашення основної суми державного боргу більшість з таких підприємств звертаються по допомогу до уряду.

Таблиця 7.4

**Динаміка середньої ставки обслуговування державного боргу**

Рік	Державний і гарантований борг, млрд грн	Гарантований зовнішній борг, млрд грн	Скоригований державний і гарантований борг, млрд грн	Обслуговування боргу, млрд грн	Середня ставка обслуговування боргу, %
2007	88,7	16,45	72,3	3 349,9	
2008	189,4	56,7	132,7	3 774,7	5,2
2009	316,9	89,9	227,0	9 038,8	5,0
2010	432,3	94,9	337,4	15 539,0	5,5
2011	473,1	103,6	369,5	23 134,4	6,5
2012	515,4	100,1	415,3	24 196,6	6,2
Середнє значення			*	*	5,7

Складено за розрахунками автора.

ся з урахуванням зменшення частки пільгових позик МФО у структурі державного боргу України та збереження доволі високої вартості гривневих ОВДП для уряду.

Окреслені тенденції зменшення частки зовнішніх пільгових позик у структурі державного боргу України та підвищення питомої ваги гривневих ОВДП порівняно з високими процентними ставками визначатимуть підвищення середньої ставки обслуговування державного боргу України. Така ставка збільшується з 6,2 % у 2012–2013 рр. до 7,1 % у 2014 р. й надалі очікується підвищення до рівня 7,5 % у 2015–2017 рр. У наступному 2018 р. середня ставка дещо знизиться у зв'язку зі зменшенням вартості позикового капіталу на фінансовому ринку України.

Прогнозні значення темпів зростання номінального ВВП на 2014–2017 рр. було розраховано на основі оцінок МВФ щодо номінального ВВП України, що відображено у документі МВФ «IMF Country Report № 12/315». Ми дещо зменшили прогнозований темп зростання номінального ВВП на 2014 р. (внаслідок погіршення перспектив економічного зростання) та розширили період прогнозування до 2018 р.

У результаті проведених розрахунків отримано величину первинного структурного дефіциту загального уряду, який стабілізує поточний рівень державного боргу відносно ВВП – 0,8 % ВВП. Для порівняння: в 2012 р. величина первинного структурного дефіциту загального уряду становила 2,7 % ВВП. Тобто утримання державного боргу України на сталому рівні потребує суттєвого скорочення структурного дефіциту загального уряду.

Досягнення цільового показника первинного структурного балансу має спиратися на впровадження середньострокового плану бюджетної консолідації, стрижневим елементом якого є скорочення видатків споживчого спрямування. При цьому заходи бюджетно-податкового коригування повинні бути інтегровані до загальної системи заходів макроекономічної політики держави, яка націлюється на досягнення певних темпів економічного зростання, інфляції та показників платіжного балансу.

У процесі бюджетно-податкового коригування не слід значною мірою покладатися на заходи, які не мають стійкого характеру і забезпечують лише короткострокове скорочення дефіциту бюджету. Заходи, спрямовані на тимчасове скорочення державних видатків – перенесення термінів важливих операцій, накопичення заборгованості за поставлені товари чи надані послуги, непроведення технічного обслуговування і поточного ремонту основних фондів – дають ефект у короткостроковому періоді, а в середньостроковому періоді можуть викликати значні економічні втрати.

Заходи із раціоналізації видатків держави повинні бути прагматичними, достатніми для досягнення бажаного вартісного ефекту і не підлягати політичним, соціальним чи економічним обмеженням.

Вказані обґрунтування свідчать на користь проведення заходів бюджетно-податкового коригування, що зберігають свою дієвість упродовж тривалого періоду часу і не знижують ефективність функціонування державного сектору економіки, а також викликають найменші втрати у термінах впливу на темпи зростання національної економіки.

Необхідна зважена оцінка пріоритетів бюджетної політики і глибока структурна перебудова, що забезпечить ефективне співвідношення затрат на оплату праці, експлуатаційних та інвестиційних витрат. Скасування неперіоритетних програм і напрямів витрачання державних коштів сприятиме підтриманню ефективності діяльності держави в інших сферах.

Першорядним напрямом скорочення бюджетних витрат має стати скасування державних субсидій збитковим державним підприємствам. У цьому контексті насамперед йдеться про НАК «Нафтогаз України». Необхідно відкоригувати рівень і структуру цін на продукцію компанії, переглянути сферу її діяльності, переоцінити політику в галузі зайнятості і вдосконалити програму капітальних вкладень.

У процесі розроблення програми раціоналізації видатків бюджету слід враховувати, що нинішній бюджетний дефіцит обслуговується за рахунок майбутніх надходжень до державного бюджету, а тому його те-

перішне скорочення забезпечуватиме збільшення обсягу ресурсів, які залишаються у розпорядженні уряду на неборгові цілі в майбутньому. Досягнення визначених цільових орієнтирів бюджетного дефіциту стримуватиме також нарощування державного боргу, що позитивно відображатиметься на темпах економічного зростання і гарантуватиме збереження фінансової стабільності у країні.

Отже, з метою мінімізації ризиків фінансової дестабілізації та забезпечення збалансованого соціально-економічного розвитку країни слід утримувати обсяг боргу загального уряду в Україні на рівні, що не перевищує 40 % ВВП, а обсяг первинного структурного дефіциту загального уряду – на рівні до 0,8 % ВВП.

Проведення бюджетної та боргової політики України з орієнтацією на цей граничний рівень перешкоджатиме виникненню кризи платіжного балансу України, позитивно впливатиме на рівень процентних ставок у економіці й динаміку приватного інвестування, створюватиме надійні підвалини для зниження темпів інфляції та збалансованості державних фінансів України.

Утримання економічно безпечного розміру державного боргу і дефіциту державного бюджету дасть змогу забезпечити:

- підвищення ступеня довіри економічних суб'єктів до державної політики;
- створення надійних середньострокових орієнтирів у галузі бюджетної політики;
- запобігання «короткозорості» бюджетної політики і коригування стимулів до надмірного витрачання бюджетних коштів;
- гарантування боргової стійкості і недопущення фінансової дестабілізації в країні.

## **7.2. ВДОСКОНАЛЕННЯ ПОЛІТИКИ ВНУТРІШНІХ ДЕРЖАВНИХ ЗАПОЗИЧЕНЬ**

Одним із напрямів розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів, які мають забезпечити зменшення вартості обслуговування внутрішнього боргу та підвищення ступеня боргової стійкості, є *підвищення ліквідності державних цінних паперів*.

Ліквідність фінансового ринку – важлива передумова належного функціонування фінансової системи. Низька ліквідність ринку може викликати різкі стрибки цін на активи, що негативно впливає на діяльність

фінансових установ. Тому важливим завданням боргових менеджерів є забезпечення ліквідності боргових інструментів. Ліквідність державних цінних паперів не лише знижує витрати на обслуговування боргу, а й підвищує ефективність національного ринку капіталів<sup>307</sup>.

У стратегічному плані головними засобами підвищення ліквідності державних цінних паперів в Україні мають стати вдосконалення організаційно-правової бази функціонування внутрішнього ринку державних облігацій та проведення регулярних емісій ОВДП з еталонними термінами погашення.

Структура державних цінних паперів має бути стандартизованою, а терміни їхнього погашення – визначатися обмеженою кількістю зручних для інвесторів термінів обігу. Регулярні емісії з еталонними термінами погашення дають можливість створити контрольну криву дохідності, стимулюють попит інвесторів, підвищують ліквідність ринку і знижують витрати на розміщення цінних паперів. У часовій структурі емісій державних цінних паперів повинні враховуватися переваги інвесторів щодо термінів погашення, дохідності та оподаткування.

У світовій практиці значного поширення набули так звані цінні папери – орієнтири або еталони (*benchmark securities*), які мають незаперечне значення для створення ліквідного ринку. Вважається, що цінні папери – орієнтири є важливим засобом не лише для побудови кривої дохідності, а й зниження вартості обслуговування боргу для уряду. М. Голдштайн і Д. Фолкертс-Ландау оцінили, що у розвинутих країнах випуск урядами паперів-орієнтирів дає змогу знизити процентні ставки на 5–15 б. п.<sup>308</sup> Визнано, що випуск державою цінних паперів – орієнтирів активізує процес фінансового посередництва в економіці через вдосконалення механізмів ринкового ціноутворення на фінансові продукти і підвищення ступеня обґрунтованості рішень фінансових посередників, пов'язаних із наданням кредитів і залученням депозитів<sup>309</sup>.

Одним із пріоритетних заходів, спрямованих на розвиток ринку державних облігацій і підвищення їхньої ліквідності, повинен стати розви-

<sup>307</sup> *Crocket A.* Market Liquidity and Financial Stability / A. Crocket // *Financial Stability Review*. – 2008. – Special Issue on Liquidity 11.

<sup>308</sup> *Goldstein M.* International Capital Markets / M. Goldstein, D. Folkerts-Landau // *Developments, Prospects and Policy Issues*, International Monetary Fund, 1994.

<sup>309</sup> *Dato' Salleh Harun.* The development of debt markets in Malaysia / Dato' Salleh Harun // *The development of bond markets in emerging economies* // *BIS paper*. – 2002. – № 11. – P. 147–150.

ток ефективного первинного ринку облігацій з короткими термінами погашення. Ініціативи стосовно збільшення місткості грошового ринку, зокрема за допомогою операцій “репо”, підвищують попит на ринку короткострокового капіталу та його ліквідність.

Для закріплення в Україні еталонних випусків, на наш погляд, варто проводити регулярні емісії ОВДП з термінами погашення 6, 12 місяців, 2 і 3 роки. Регулярний випуск 3-місячних ОВДП є недоцільним з огляду на значні обсяги емісії депозитних сертифікатів НБУ, що є прямим конкурентом короткострокових ОВДП.

Вагомим засобом підвищення ліквідності державних цінних паперів може бути **покладення на первинних дилерів обов'язків підтримання двосторонніх котирувань державних облігацій на вторинному ринку.**

У 2009 р. первинні дилери отримали виключне право брати участь в первинних аукціонах з розміщення ОВДП. Наказом Міністерства фінансів України від 21.07.2009 № 918 затверджено примірний договір про співпрацю на ринку державних цінних паперів між Міністерством фінансів та первинним дилером. Згідно з п. 2.1 примірного договору первинний дилер зобов'язується:

- подавати постійну (кожного робочого дня) пропозицію іншим первинним дилерам щодо купівлі та продажу облігацій випусків, перелік яких встановлюється Міністерством фінансів України за погодженням з усіма первинними дилерами (пропозиція здійснюється через фондові біржі в обсязі, що на початок торгів становить не менше 1 млн грн номінальної вартості за кожним випуском);
- подавати конкурентні заявки на купівлю ОВДП при їхньому розміщенні;
- забезпечувати купівлю ОВДП при їхньому розміщенні в обсязі не менше ніж 3 % загального обсягу їхнього розміщення за конкурентними заявками протягом кожного півріччя;
- забезпечувати обіг ОВДП на вторинному ринку в обсязі не менше ніж 3 % загального обсягу обігу протягом кожного півріччя;
- брати участь у зустрічах представників Міністерства фінансів України із первинними дилерами та надавати пропозиції до графіків проведення розміщень ОВДП;
- надавати Міністерству фінансів України інформацію згідно з переліком та в строки, наведені в додатку;

- не вступати в письмові чи усні домовленості з іншими первинними дилерами щодо цін чи дохідності купівлі ОВДП при їхньому розміщенні.

Відповідно до наказу Міністерства фінансів України від 10.06.2009 № 757 Комісія з відбору та оцінки функціонування первинних дилерів здійснює відстеження виконання первинними дилерами взятих на себе зобов'язань та кожні шість місяців проводить оцінювання їхньої діяльності. Оцінювання проводиться окремо за питомою вагою купівлі облігацій під час їхнього розміщення у загальному обсязі їх випуску протягом звітного періоду та питомою вагою договорів купівлі (продажу) облігацій на вторинному ринку в загальному обсязі договорів купівлі (продажу) облігацій, укладених протягом звітного періоду. Загальна оцінка визначається як сума оцінок за цими двома показниками.

У межах сформованої системи первинні дилери почали пропонувати індивідуальним інвесторам такі послуги:

- придбання ОВДП на первинних аукціонах Міністерства фінансів України;
- купівля-продаж ОВДП на вторинному ринку від власного імені і за свій рахунок;
- брокерські операції з ОВДП на вторинному ринку за дорученням клієнтів;
- відкриття і обслуговування рахунку в цінних паперах для зберігання і обігу ОВДП;
- підтвердження права власності на ОВДП.

Незважаючи на значний прогрес, сформована система обігу і розміщення державних цінних паперів поки що не забезпечує можливостей для інвесторів у будь-який час придбати або продати ОВДП за твердими чи індикативними котируваннями і, таким чином, не сприяє підвищенню ліквідності державних цінних паперів.

У багатьох країнах світу первинні дилери зобов'язані виконувати функції маркет-мейкерів. Маркет-мейкер (англ.: market maker) – учасник ринку, що перейняв на себе зобов'язання забезпечувати ліквідність за певним інструментом шляхом виставлення заявок на купівлю і продаж протягом торговельної сесії. Маркет-мейкери забезпечують постійний попит і пропозицію (bid/offer) на ринку цінних паперів, за яким вони закріплені.

Вимоги до первинних дилерів щодо забезпечення котирувань цін купівлі й продажу та викупу (продажу) державних цінних паперів за ого-



лошеною ціною мають надзвичайно важливе значення для підвищення ліквідності ОВДП і збільшення обсягів торгів на вторинному ринку. А підвищення ліквідності, у свою чергу, визначатиме зниження премії за ризик ліквідності у складі процентної ставки ОВДП.

Зобов'язання первинних дилерів визначено як забезпечення дилером щонайменше 3 % обігу ОВДП на вторинному ринку за півріччя та подання пропозицій іншим первинним дилерам щодо купівлі та продажу облігацій за посередництва фондової біржі.

Таким чином, отримавши виключне право на придбання ОВДП на первинному ринку, первинні дилери не набули належних обов'язків щодо підвищення ліквідності державних облігацій на вторинному ринку.

Водночас узагальнення міжнародного досвіду вказує на те, що до первинних дилерів часто висуваються жорсткіші і конкретніші вимоги. Наприклад, у Чехії кожен первинний дилер зобов'язаний забезпечувати 1 % від обсягу торгів на вторинному ринку та підтримувати тверді двосторонні котирування за основними випусками облігацій. На Маврикії первинні дилери повинні забезпечувати двосторонні котирування визначеного переліку цінних паперів з максимальним спредом між заявками на купівлю і продаж на рівні 30 б. п. В Ізраїлі до первинних дилерів висуваються вимоги підтримання двосторонніх котирувань із обмеженням спреда і мінімального обсягу щоденних операцій 1,25 млн дол. США<sup>310</sup>.

У Туреччині 12 первинних дилерів на вторинному ринку функціонують як маркет-мейкери, забезпечуючи двосторонні котирування державних облігацій. Центральний банк підтримує ліквідність первинних дилерів через надання кредитів овернайт і проведення щотижневих операцій репо<sup>311</sup>. У Малайзії первинні дилери зобов'язані підтримувати постійні котирування державних цінних паперів – еталонів і забезпечувати мінімально необхідний обсяг торгів ними. Первинні дилери на основі власних даних щодо дохідності державних цінних паперів зобов'язані скласти контрольну криву дохідності. Натомість вони мають доступ до пільгових механізмів рефінансування центрального

<sup>310</sup> *Требеш К.* Інститут первинних дилерів в Україні. Чому і як потрібно його запроваджувати? : консультативна робота W1 / К. Требеш, Р. Джуччі, В. Кравчук ; Інститут економічних досліджень і політичних консультацій в Україні. – К., Берлін, 2007.

<sup>311</sup> *Enhancing Financial Sector Surveillance In Low Income Countries (Lics)–Case Studies / International Monetary Fund.* – 2012. – 16 Apr.

банку, а їхні вкладення у державні цінні папери не враховуються при обчисленні обов'язкових резервних вимог<sup>312</sup>.

В умовах України посилення вимог до роботи первинних дилерів на вторинному ринку набуває особливого значення. На сьогодні обіг ОВДП на вторинному ринку не є значним і проводиться переважно в позабіржовому сегменті. Згідно з даними НБУ за I півріччя 2013 р. на вторинному біржовому ринку було укладено 7,71 тис. угод з використанням ОВДП<sup>313</sup>, а на вторинному позабіржовому ринку – 2,48 тис. угод. Для порівняння: Euroclear France проводить понад 6 тис. операцій з французькими державними цінними паперами кожного робочого дня.

При становленні організаційно-правових рамок для роботи первинних дилерів слід урахувувати, що у багатьох країнах первинним дилерам, які виконують функції маркет-мейкерів, надаються певні привілеї: доступ до операцій відкритого ринку центрального банку, підтримка їхньої ліквідності центральним банком, зниження обов'язкових нормативів ліквідності тощо<sup>314</sup>.

Середньостроковою стратегією управління державним боргом на 2011–2013 роки, що затверджена постановою Кабінету Міністрів України від 02.03.2011 № 170, для забезпечення ефективного функціонування внутрішнього ринку державних цінних паперів передбачалося: створення належних умов для ефективного функціонування первинних дилерів та підтримання ними двостороннього котирування державних боргових цінних паперів. Однак поки що виконати поставлені завдання у повному обсязі не вдалося.

З урахуванням викладеного, вважаємо за необхідне покласти на банків – первинних дилерів обов'язки щодо підтримання індикативних котирувань еталонних випусків державних цінних паперів на вторинному ринку. Інформація щодо таких котирувань повинна широко розповсюджуватись і регулярно оновлюватись у вільному доступі для всіх зацікавлених сторін. Крім того, доцільно модифікувати вимогу щодо 3 % частки первинного дилера в операціях на вторинному ринку шляхом виключення операцій між первинними дилерами при підрахунку частки

<sup>312</sup> *Dato' Salleh Harun. The development of debt markets in Malaysia / Dato' Salleh Harun // The development of bond markets in emerging economies // BIS paper. – 2002. – № 11. – P. 147–150.*

<sup>313</sup> Не включаючи репо і операції з двостороннього котирування НБУ.

<sup>314</sup> *The development of bond markets in emerging economies // BIS paper. – 2002. – № 11.*

певного первинного дилера в операціях купівлі-продажу цінних паперів. Такі зміни спонукатимуть первинних дилерів до роботи з іншими учасниками ринку і сприятимуть підвищенню ліквідності ОВДП.

У системі заходів із забезпечення боргової стійкості України на середньострокову перспективу слід виокремити *підвищення 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.

В умовах волатильності міжнародних ринків і домінування в структурі державного боргу України заборгованості в іноземній валюті об'єктивно постає потреба у переорієнтації боргової політики держави на використання внутрішніх джерел і резервів. У цьому контексті першорядним завданням є сприяння розвитку ринку гривневих запозичень уряду і збільшення частки боргу в національній валюті у структурі державного боргу, щонайменше, до рівня 50 %. Такі заходи мають забезпечити зниження валютних ризиків і ризиків пролонгації державного боргу України.

Згідно з даними Міністерства фінансів України, станом на 31.12.2013 у загальній сумі державного і гарантованого державою боргу України – 584,4 млрд грн – на заборгованість у національній валюті припадало 40,2 % загальної суми боргу, а на заборгованість в іноземних валютах – 59,8 %. Водночас у країнах із низьким і середнім рівнем доходів, які надають звітність МВФ, наприкінці 2009 р. частка внутрішнього боргу становила 53,7 % відповідно, частка зовнішнього боргу – 46,3 %. До групи країн з найвищою часткою внутрішнього державного боргу належали Бразилія (95,1 %), Чехія (70), Індія (96), Казахстан (79,7), Непал (100) та Сінгапур (100 %).

Деформації в структурі державного боргу України викликані надмірним покладанням уряду на залучення зовнішніх позик та внутрішніх позик в іноземній валюті. Так, за січень – червень 2013 р. до Державного бюджету України надійшло 69,2 млрд грн від залучення державних позик, при цьому на гривневі запозичення припадало 23,7 млрд грн. Тобто державні позики у національній валюті становили лише 34,2 % загальної суми державних позик і 47,9 % внутрішніх державних позик.

Залучення державою позик в іноземній валюті та гривневих позик з валютною прив'язкою у 2011–2013 рр. надало можливість профінансу-

вати плановий дефіцит бюджету та поповнити міжнародні резерви України в умовах посилення зовнішніх ризиків. Проте з часом стало очевидно, що конкуренція валютних ОВДП знижує попит на гривневі позики як менш надійні в умовах доларизованої економіки та визначає утримання високого рівня процентних ставок за гривневими інструментами. А з червня 2013 р. розміщення валютних ОВДП на первинному ринку різко зменшилося, що призвело до формування негативного сальдо залучень-виплат за цим видом цінних паперів. Загалом державні запозичення в іноземній валюті чи з гарантіями збереження валютного еквіваленту позики призвели до критичного загострення проблеми валютних ризиків державного боргу України, які повною мірою актуалізуються після девальвації гривні.

У наступні роки для активізації ринкового попиту на гривневі облигації уряду доцільно ввести до практики державних запозичень ОВДП з дохідністю, індексованою до темпів інфляції, поступово відмовившись від випуску валютних ОВДП та ОВДП, індексованих до змін обмінного курсу.

Середньостроковою стратегією управління державним боргом на 2012–2014 роки, що затверджена постановою Кабінету Міністрів України від 10.05.2012 № 607, передбачається вивчення можливості розширення переліку державних боргових інструментів, зокрема з плаваючою процентною ставкою, індексованою на рівень інфляції.

На сьогодні гривневі облигації державної позики з фіксованою процентною ставкою користуються на первинному ринку низьким попитом і мають для держави порівняно високу вартість. Міжнародний досвід свідчить про те, що в умовах нестабільної і непередбачуваної інфляції запровадження облигацій з дохідністю, індексованою до темпів інфляції, дає змогу досягти подовження терміну боргових зобов'язань (і зниження у такий спосіб ризиків рефінансування боргу), а також зниження вартості державних запозичень.

Відомі фахівці у сфері міжнародних фінансів указують на те, що для багатьох країн з історією високої та мінливої інфляції швидкий і повний перехід від доларових державних облигацій до класичних облигацій з фіксованими процентними ставками може виявитися проблематичним. Тому в перехідний період урядам таких країн доцільно випускати цінні папери з плаваючими процентними ставками, вдаючись до деяких форм індексації<sup>315</sup>.

<sup>315</sup> The development of bond markets in emerging economies // BIS paper. – 2002. – № 11.

Зростання випусків облігацій, прив'язаних до темпів інфляції, стало помітною тенденцією у сфері формування внутрішнього державного боргу країн з ринками, що формуються. Такі випуски проводилися переважно у країнах з гіперінфляцією або нестабільною інфляційною динамікою. За оцінками МВФ, у країнах із ринками, що формуються, сума облігацій з інфляційною прив'язкою у період 1996–2004 рр. збільшилася майже втричі. У процесі випуску внутрішніх зобов'язань цей інструмент доволі часто застосовували уряди Бразилії, Колумбії і Туреччини<sup>316</sup>.

Досвід країн Латинської Америки переконує в тому, що запровадження таких інструментів сприяє розширенню ринку і подовженню термінів державних запозичень. Так, у Мексиці після фінансової кризи 1994–1995 рр. через випуск облігацій, прив'язаних до темпів інфляції, середній термін внутрішніх боргових зобов'язань уряду було продовжено з 8 міс. у 1995 р. до 25 міс. у 2001 р. У Російській Федерації з липня 2000 р. було розпочато випуск облігацій ощадної позики, індексованих за темпами інфляції. У Бразилії, Колумбії і на Ямайці розміщення на ринку індексованих фінансових інструментів розглядалося як вимушене в умовах, коли попит інвесторів на довгострокові цінні папери з фіксованими ставками є недостатнім<sup>317</sup>.

Таким чином, для розв'язання стратегічних завдань у сфері управління державним боргом України найближчим часом доцільно ввести до практики державних запозичень ОВДП з дохідністю, індексованою до темпів інфляції, розробивши нормативно-правову базу для функціонування таких інструментів. Необхідною умовою успішного запровадження індексованих облігацій є гарантування незалежності Державної служби статистики України і підвищення довіри громадськості до офіційних показників інфляції.

На нашу думку, впровадження довгострокових інструментів з дохідністю, яка визначається на основі темпів інфляції, дасть змогу вирішити такі важливі завдання у сфері державних фінансів України: а) підвищення попиту інвесторів на внутрішньоборгові зобов'язання уряду; б) подовження терміну боргових зобов'язань і зниження ризиків пролонгації боргу, які властиві борговому портфелю уряду; в) зниження вартос-

<sup>316</sup> Global Financial Stability Report / International Monetary Fund. – 2006. – № 2. – Р. 88.

<sup>317</sup> Guidelines for Public Debt Management: Accompanying Document / International Monetary Fund. The World Bank. – 2002. – Nov. – 366 p.

ті обслуговування внутрішнього державного боргу в умовах нестабільної і непередбачуваної інфляції.

Для утримання боргової стійкості України вкрай важливе значення має скасування механізмів фінансової підтримки компаній і банків за рахунок випуску ОВДП, оздоровлення фінансів НАК «Нафтогаз України» та зменшення обсягів його бюджетної підтримки.

На наш погляд, у майбутньому уряду слід утримуватися від поповнення статутних капіталів Нафтогазу, Ощадбанку, Аграрного фонду тощо через випуск ОВДП, оскільки така політика зумовлює нарощування державного боргу України без залучення коштів до державного бюджету. Проте реалізація цієї пропозиції неможлива без реального реформування енергетичного сектору України та вдосконалення системи регулювання державних монополій.

За міжнародними стандартами фінансової звітності збитки Нафтогазу щороку перевищують 20 млрд грн. Ці збитки покриваються за рахунок іноземних кредитів, бюджетних компенсацій та поповнення державою статутного фонду компанії. У 2009–2012 рр. статутний фонд НАК «Нафтогаз України» було збільшено на 45,3 млрд грн через випуск ОВДП. У I кв. 2013 р. знову було випущено ОВДП на 8 млрд грн, які внесено до статутного фонду НАК «Нафтогаз України». Всього за 2008–2013 рр. за позабюджетними каналами було емітовано ОВДП на загальну суму 111,6 млрд грн (табл. 7.5).

У загальноекономічному контексті з метою оздоровлення фінансів НАК «Нафтогаз України» і перекриття каналів неконтрольованого нарощування державного боргу слід вживати заходів до:

- поетапного підвищення цін на природний газ для населення і теплокомуненерго до рівня цін для промислових споживачів;
- скасування пільгових цін на газ, що відпускається для хімічної, металургійної та цукрової галузей;
- введення розподільчих рахунків для теплокомуненерго, підвищення ефективності корпоративного управління та збалансування доходів і витрат НАК «Нафтогаз України».

Подальший розвиток ринку державних запозичень повинен обумовлюватися новими, якісно відмінними характеристиками. У тривалій перспективі доцільно модифікувати економічні й публічно-правові рамки його функціонування і акцентувати увагу на таких аспектах.

Разом зі скороченням обсягів державних запозичень потрібно диференціювати ринок боргу за типами фінансових інструментів і умова-

Таблиця 7.5

**Динаміка випуску ОВДП за позабюджетними каналами, млн грн**

Період		Для поповнення статутного капіталу банків	Для рекапіталізації НАК «Нафтогаз України»	Для рекапіталізації Укргідроенерго і Аграрного фонду
2008	IV кв.	13 770,0	0	0
2009	I кв.	3 700,0	0	0
	II кв.	1 000,0	18 600,0	0
	III кв.	9 473,8	0	0
	IV кв.	9 150,0	5 776,2	0
2010	I кв.	6 390,0	0	0
	II кв.	0	0	0
	III кв.	0	0	16 442,7
	IV кв.	0	7 400,0	0
2011	I кв.	0	0	5 000,0
	II кв.	8 854,0	3 500,0	0
	III кв.	0	0	0
	IV кв.	0	4 000,0	0
2012	I кв.	0	6 000,0	0
	II кв.	0	0	0
	III кв.	0	0	1 000,0
	IV кв.	0	0	0
2013	I кв.	0	8 000,0	0
<b>Усього</b>		<b>52 337,8</b>	<b>53 276,2</b>	<b>6 000,0</b>

Складено за даними Національного банку України, Державної казначейської служби України, нормативними документами Кабінету Міністрів України за відповідний період.

*ми їх обігу.* Так, наприклад, при емісії нових облігацій доцільно передбачати варіантні схеми їхнього обігу та збільшувати тривалість запозичень (строк, лаг або дюрацію), віддаючи перевагу довгостроковим облігаціям. У перспективі пролонгація термінів обігу державних цінних паперів повинна мати кінцевим результатом доведення строкової структури державних запозичень до рівня світових стандартів. Збільшення дюрації державних запозичень значно розширить операційний діапазон керованості боргом.

*Довідково:* Міністерство фінансів України у вересні 2013 р. запропонувало інвесторам 10-ти і 15-річні ОВДП у національній валюті, а Австрія на початку 2012 р. провела аукціон з розміщення власних 50-річних облігацій під 3,837 % річних<sup>318</sup>.

Варто всіма можливими способами *зменшувати вартість позикових коштів* і відповідно вартість обслуговування державного боргу. Дохідність державних цінних паперів повинна бути найнижчою порівняно з доходністю інших фінансових інструментів та депозитних ставок банків. Венчурний зиск на боргових ринках – це нонсенс, відверта спекулятивна гра. Потрібний безперервний моніторинг кредитних пропозицій і доходності позикових інструментів на світових і регіональних ринках.

Диверсифікація напрямів залучення капіталу на боргових ринках потребує розвитку повноцінного сектору *муниципальних цінних паперів* (місцевих облігацій). Перерозподіл боргових зобов'язань між різними рівнями державного управління дасть можливість реалізувати регіональні програми, розширить можливості місцевого самоврядування і послабить тиск на державний бюджет.

### 7.3. АКТИВІЗАЦІЯ СПІВПРАЦІ УКРАЇНИ З МІЖНАРОДНИМИ ФІНАНСОВИМИ ОРГАНІЗАЦІЯМИ

Одним зі стратегічних напрямів фінансової та боргової політики держави є відновлення кредитної співпраці з МВФ та активізація співробітництва з іншими міжнародними фінансовими організаціями (МФО) з метою спрямування їхнього фінансового та інноваційного потенціалу на розв'язання актуальних проблем соціально-економічного розвитку України.

У період глобальної нестабільності уряду слід повною мірою використовувати потенціал залучення ресурсів МФО, які мають довгостроковий характер і не підлягають циклічним коливанням. Позики МФО важливі для стабілізації платіжного балансу України, покриття дефіциту бюджету і пошкваллення інвестиційної діяльності в країні.

Роль МФО в світовій економіці, а особливо у процесі розвитку країн з ринками, що формуються, важко переоцінити. Зокрема, визначальною є роль Міжнародного валютного фонду, групи Світового банку, Євро-

<sup>318</sup> Австрія впервые выпустила полувековые облигации // Cbonds Pipeline. – 2012. – 20 янв. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.cbonds.info/rus/news/index.phtml/params/id/545589>.



пейського банку реконструкції та розвитку, Європейського інвестиційного банку тощо. Співробітництво з провідними МФО на початковому етапі трансформаційних перетворень відіграло вагомую роль у вирішенні таких стратегічно важливих завдань, як структурна перебудова економіки, реформування відносин власності та матеріального виробництва, запровадження дієвих моделей промислової та інноваційної політики тощо.

На сьогодні є цілком очевидним, що за час свого існування Міжнародний валютний фонд перетворився в універсальну організацію, досягнувши широкого визнання як авторитетний центр міжнародного кредитування, головний наднаціональний орган регулювання міжнародних валютно-кредитних відносин. Крім того, ця організація виконує функцію координатора міждержавних кредитних потоків і гаранта платоспроможності країн-позичальниць. Водночас у рамках реалізації рішень «сімки» та «двадцятки» провідних країн світу Фонд стає ключовою ланкою системи регулювання світової економіки, що формується, міжнародної координації, узгодження національних макроекономічних політик. Зрештою, МВФ зарекомендував себе як активно функціонуючий світовий валютний інститут, накопичив значний і корисний досвід<sup>319</sup>.

МВФ веде активну роботу з удосконалення власних інструментів кредитування для задоволення потреб держав-членів у кризові та в посткризові періоди. В рамках цього напряму діяльності на постійній основі проводиться перегляд системи пільгового та непільгового кредитування, розробляються концепції подальших змін. Очікується, що потенціал пільгового кредитування МВФ збільшиться до 17 млрд дол. до 2014 р.<sup>320</sup>

Найбільшими позичальниками цієї організації є Греція, Португалія та Ірландія – країни, які суттєво постраждали від світової фінансової кризи. У зв'язку з цим їм було відкрито кредитну лінію за програмою розширеного кредитування. Україна займає п'яту позицію в світі за розміром заборгованості перед Фондом. Після отримання від МВФ двох траншів нового кредиту «стенд-бай» на загальну суму 2,3 млрд СДР наша

<sup>319</sup> Колосова В. П. Міжнародні фінансові інституції в умовах фінансової глобалізації / В. П. Колосова // Дослідження міжнародної економіки : зб. наук. пр. – 2011. – № 1 (66). – С. 238–246.

<sup>320</sup> Фінансові ресурси МВФ надає Україні на досить пільгових умовах: термін сплати 3–5 років, початок оплати – через три роки, процентні ставки за кредит – від 5,75 до 6,29 %.

країна збільшила свої зобов'язання перед Фондом до 7,6 млрд СДР (11,7 млрд дол. США за поточним курсом). У цілому оцінюючи фінансову діяльність МВФ, слід зазначити, що відповідно до шести діючих програм фінансування Фонду обсяг укладених угод з країнами-позичальниками становить на сьогодні близько 253 млрд дол. США.

В останні десятиліття діапазон компетенції МВФ значною мірою розширився<sup>321</sup>. Поступово він перетворився зі здебільшого фінансової установи в головний світовий центр опрацювання та апробації стратегій розвитку. Таким чином, зараз МВФ є потужним центром глобального економічного аналізу, необхідного для контролю відповідності національних господарсько-політичних цілей, а також здійснення макроекономічних прогнозів щодо розвитку всіх країн-членів, виявлення наслідків і сумарних ефектів економічних заходів, які ними вживаються.

Зокрема, про розширення функцій МВФ як аналітичної й регулюючої інстанції свідчить його ключова роль разом з МБРР у подоланні кризи зовнішньої заборгованості. По-перше, ці організації стали відігравати роль всесвітнього форуму для обговорення проблем на міжурядовому рівні й прийняття рішень, що спираються на потужну фінансову базу. По-друге, вони підтримують зовнішнє фінансування країн-боржників. По-третє, вони сприяють урядам цих країн у пошуку шляхів стабілізації й структурної перебудови для виходу з кризи і прискорення розвитку<sup>322</sup>.

Разом з тим, усвідомлюючи усі переваги співробітництва з МВФ, зокрема можливість залучення значних грошових ресурсів до національних економік та включення країн-реципієнтів до міжнародних ринків капіталів, зазначимо, що, для більш об'єктивної оцінки необхідний зважений підхід до оцінки співробітництва з міжнародними фінансовими установами та визначення переваг і недоліків залучення до національних економік коштів цих інституцій. Безперечно, це питання є вкрай важливим та актуальним і для України, яка продовжує залучати кошти від МФО та пов'язує свою інтеграцію у світову економіку з поглибленням співробітництва з цими установами.

<sup>321</sup> *Бідник Н. Б.* Співпраця України з міжнародними фінансовими організаціями як чинник економічного розвитку держави / Н. Б. Бідник // Науковий вісник НАТУ України : зб. наук.-техн. пр. – 2009. – Вип. 19.3. – С. 153–157.

<sup>322</sup> *Сльозко О.* Трансфер фінансово-економічної кризи. Роль МФО / О. Сльозко // Дослідження міжнародної економіки : зб. наук. пр. – 2011. – Вип. 1(66). – С. 54–71.

На відміну від МВФ, група Світового банку займається проблемами довгострокового економічного розвитку. Пріоритетними для неї є структурні перетворення, такі як лібералізація торгівлі, приватизація, модернізація системи освіти й охорони здоров'я, інвестиції в інфраструктуру, тобто реформи, що є основою довгострокового економічного зростання<sup>323</sup>. В останні роки структурна одиниця Світового банку – Міжнародний банк реконструкції та розвитку все більше спеціалізується на фінансуванні «проектів розвитку» в галузі сільського господарства, будівництва і промисловості, збільшенні кількості кредитів для «структурного регулювання».

Інший член групи Світового банку – Міжнародна фінансова корпорація (МФК) доповнює діяльність МБРР щодо сприяння економічному розвитку шляхом підтримки зростання продуктивності приватного підприємництва в країнах – членах корпорації, передусім у найменш розвинутих регіонах. У співпраці з приватними інвесторами МФК допомагає фінансувати створення, вдосконалення і розширення приватних підприємств із високою продуктивністю, сприяє розвитку країн-членів завдяки капіталовкладенням без гарантії їхнього погашення відповідними урядами.

Приватний сектор є пріоритетним для надання позик й для двох інших МФО – Європейського інвестиційного банку та Європейського банку реконструкції та розвитку. Останнім часом ці організації все частіше надають спільну фінансову допомогу країнам, що розвиваються, для кредитування реального сектору економіки. Відповідно до галузевого спрямування допомога, яку надають ЄБРР та ЄІБ, сприяє реформуванню та модернізації транспортної галузі й енергетики, енергозбереженню та розвитку муніципальної інфраструктури.

Головними передумовами посилення впливу МФО у світі в останні роки стали:

- поглиблення міжнародної економічної інтеграції;
- глобалізація економічних і фінансових ринків і глобальна інформатизація;
- частота та масштабність фінансових криз;
- наростання економічного домінування транснаціональних корпорацій;

---

<sup>323</sup> Полагнин Д. Д. Нова роль міжнародних фінансово-кредитних установ в фінансовій системі світу / Д. Д. Полагнин, Д. С. Бойчук // Економічний форум. – 2012. – № 3.

- посилення наднаціонального регулювання політичних, економічних і соціальних процесів.

Одним з відомих критиків принципів діяльності МФО у сучасних умовах, є Дж. Стігліц – лауреат Нобелівської премії з економіки. На думку вченого, проблеми МВФ та інших міжнародних економічних інститутів зводяться до одного – управління, тобто питання про те, хто і чому ухвалює рішення. Багато норм економічної політики МВФ передусім передчасна лібералізація ринку капіталу, загострюють нестабільність світової економіки<sup>324</sup>.

Аналіз підходів до визначення причин і передумов, що зумовлюють необхідність реформування МФО, вказує на складність процесів у цій сфері та дає можливість визначити перелік рушійних сил процесу реформ:

- різка невідповідність між високим рівнем розвитку міжнародного фінансового ринку і відсутністю належної інституційної структури його регулювання;
- небезпека подальшої рецесії світової економіки, що загрожує серйозними наслідками у разі неадекватного регулювання міжнародної фінансової системи;
- стійка періодичність фінансових і валютних криз протягом останніх років, підвищення їхньої інтенсивності; масове збільшення негативних соціальних наслідків кризи, що виявляється в зростанні безробіття і рівня бідності;
- зростання чисельності офшорних фінансових центрів, які знижують ефективність державного регулювання фінансових ринків країн, що розвиваються;
- слабкість фінансового сектору та непропорційне використання державних коштів при вирішенні проблем приватного сектору в країнах з ринками, що формуються;
- обмежені можливості МФО щодо надання фінансової допомоги країнам, що розвиваються, порівняно з обсягами приватного капіталу; нездатність міжнародних фінансових організацій протистояти частим кризам і обмежувати сферу їхнього поширення;
- різке збільшення кількості інвестиційних інститутів, фінансових інструментів та обсягу операцій на фінансових ринках, особливо на ринку боргових зобов'язань, що ускладнює взаємодію інвесто-

<sup>324</sup> *Stiglitz J. E. Globalization and Its Discontents / J. E. Stiglitz. – N. Y. : W. W. Norton, 2002. – 282 p.*

рів для подолання криз. Насамперед йдеться про значну диверсифікованість інвестиційних вкладень у країнах з ринками, що формуються, які зумовили прискорення поширення криз.

Також до цього переліку можна додати масовий розвиток операцій, у тому числі спекулятивних, із похідними цінними паперами (деривативами), що відображаються на позабалансових рахунках і ускладнюють оцінку прийнятих фінансовими інститутами ризиків.

З огляду на викладене логічним є висновок щодо необхідності реформування глобальної фінансової архітектури, адже всі кризи останніх років виявили вразливість національних фінансових систем і неспроможність МФО у багатьох випадках пом'якшувати негативні наслідки глобалізації, попереджаючи фінансові кризи.

На Лондонському саміті «Великої двадцятки» (G-20) у квітні 2009 р. світові лідери взяли зобов'язання підтримати збільшення кредитних ресурсів МВФ утричі до 750 млрд дол. США<sup>325</sup>. Станом на 1 жовтня 2012 р. власні ресурси Фонду досягли 840,6 млрд дол. США.

Наступні п'ять самітів G-20 протягом 2010–2012 рр. проходили під гаслами подальшого реформування МФО за такими напрямками: збільшення власних фінансових ресурсів, модернізація кредитного механізму, реформа квот та права голосу. Зокрема, Сеульський саміт ухвалив рішення щодо перегляду формули розподілу голосів у МВФ до 2013 р. та проведення до 2014 р. першого раунду розподілення квот за новими правилами<sup>326</sup>.

Такі плани щодо реформування МФО відобразились у щорічних звітах про їхню діяльність. Зокрема, на 2011–2012 рр. МВФ поставив перед собою такі завдання<sup>327</sup>:

- провести перегляд завдань і повноважень організації з тим, щоб вони охоплювали весь спектр напрямів макроекономічної політи-

<sup>325</sup> Declaration on Delivering Resources through the International Financial Institutions // G20 Information Centre. – 2009. – 2 Apr. [Електроний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009delivery.html>.

<sup>326</sup> Seoul Development Consensus for Shared Growth // G20 Information Centre. – 2010. – 12 Nov. [Електроний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.g20.utoronto.ca/2010/g20seoul-consensus.pdf>.

<sup>327</sup> Годовой отчет 2010. Содействие сбалансированному мировому подъему // Публикации Международного валютного фонда. – 2011. – 28 мая [Електроний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/russian/index.htm>.

- ки та політики у фінансовому секторі, які безпосередньо впливають на глобальну стабільність;
- продовжити процес зміцнення власного фінансового потенціалу для надання державам-членам допомоги в подоланні проблем з платіжним балансом та фінансовою волатильністю, а також зменшення потреби в накопиченні надмірних резервів;
  - підвищити цілеспрямованість міжнаціонального, регіонального та багатостороннього нагляду;
  - реформувати систему управління Фонду, підвищити легітимність і ефективність МВФ.

Частину з цих завдань вдалося реалізувати. Зокрема, у 2012 фінансовому році МВФ продовжував гнучко реагувати на потреби країн-членів у фінансуванні в умовах невизначеності й волатильності на фінансових ринках. Було затверджено або збільшено фінансування програм для 20 країн-членів із низькими доходами за рахунок Трастового фонду, створеного для зменшення рівня бідності та сприяння економічному зростанню. Також наприкінці фінансового року непогашені пільгові кредити МВФ мали вже 64 країни-члени. В рамках ухваленої у 2010 р. реформи, спрямованої на підвищення гнучкості і розширення інструментів фінансування Фонду, превентивна кредитна лінія була замінена у 2012 р. гнучкішою превентивною лінією для підтримки ліквідності. Остання може бути використана для страхування від майбутніх шоків і як механізм короткострокової підтримки ліквідності для задоволення потреб країн-членів із більш стійкими макроекономічними показниками та інституційними основами. Існуючі інструменти екстреної допомоги Фонду (механізми екстреної допомоги на випадок стихійних лих та екстреної допомоги країнам у постконфліктній ситуації) були об'єднані в новий інструмент для прискореного фінансування, який може бути використаний для підтримки широкого спектра нагальних потреб, пов'язаних з платіжним балансом та зовнішніми шоками<sup>328</sup>.

Крім того, МВФ продовжує роботу з удосконалення власних оцінок економічних ризиків. У поєднанні з процедурами раннього попередження триває робота Фонду зі зміцнення свого аналітичного апарату, призначеного для оцінювання факторів уразливості й ризиків у країнах з розвинутою економікою, країнах з ринками, що формуються, а також

<sup>328</sup> Annual Report 2012. Working Together to Support Global Recovery // International Monetary Fund [Електроний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2012/eng/pdf/ar12\\_eng.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2012/eng/pdf/ar12_eng.pdf).

країнах із низькими доходами. Процедури раннього попередження розробляються спільно з Радою з фінансової стабільності й визначають:

- 1) ризики, що мають низьку ймовірність, але здатні значно впливати на світову економіку;
- 2) завчасні заходи з економічної політики для зменшення ризиків і вразливих місць;
- 3) пропозиції щодо додаткового аналізу на подальших етапах цих процедур.

Процес реформування торкнувся також Світового банку. Він зосередився на виконанні таких завдань:

- модернізація системи управління інститутів Групи Світового банку (масштабів представництва країн-членів, справедливого розподілу голосів, механізмів ухвалення рішень);
- підвищення кредитних лімітів МБРР для окремих країн у разі необхідності;
- забезпечення тимчасового доступу до стандартних (тобто непільгових) кредитів МБРР країн – членів Міжнародної асоціації розвитку;
- зміцнення власної фінансової бази Світового банку.

Підбиваючи підсумки, зазначимо, що міжнародні фінансові організації не завжди можуть ефективно вплинути на негативні наслідки глобалізації. Крім того, має місце відставання належного реагування з боку МФО на нові тенденції світового розвитку. Проте їхня роль у регулюванні міжнародних фінансових відносин залишається значною. За умови вибору еволюційного сценарію подальшого розвитку процесу реформування МФО їхня роль може стати вирішальною у регулюванні глобалізаційних процесів.

У цілому досвід співробітництва різних країн із міжнародними організаціями є дуже корисним при побудові стратегії розвитку взаємовідносин України з МФО. Незважаючи на низку невдач, багата практика попереджувальних заходів і подолання кризових явищ, накопичена спеціалістами МФО, є дуже цінною й корисною для України. На сучасному етапі стратегія співробітництва нашої держави з МФО має бути орієнтована на найефективніше використання переваг і можливостей, які надає членство у цих організаціях. При цьому, як свідчить позитивний досвід інших країн, вона має будуватися на принципах, спрямованих на відстоювання національних інтересів у взаємовідносинах із міжнародними об'єднаннями.

Попри негативні риси та випадки неефективності співробітництва з МВФ у низці країн, воно все ж таки є визначальним для зменшення негативних очікувань суб'єктів фінансового ринку та формування іміджу країни як надійного позичальника. Зокрема, припинення співробітництва з МВФ неодноразово призводило до ускладнення залучення зовнішніх запозичень та було причиною зниження кредитних рейтингів України, що є головним орієнтиром для потенційних інвесторів. Крім того, на сьогодні, на жаль, жодне з наявних альтернативних джерел залучення зовнішніх ресурсів (насамперед це ОЗДП) не є настільки ж надійним, безпечним і політично нейтральним або ж не має цільового призначення на поповнення валютних резервів України, підтримку бюджету чи платіжного балансу країни.

В українській Стратегії залучення, використання та моніторингу міжнародної технічної допомоги і співробітництва з міжнародними фінансовими організаціями на 2013–2016 роки МФО визнаються надійним та стабільним джерелом довгострокового фінансування пріоритетних проектів розвитку, дає змогу отримувати кредитні ресурси за найвигіднішими умовами для розвитку стратегічно важливих секторів економіки та інфраструктури, упровадження структурних реформ, фінансування державного бюджету та регулювання платіжного балансу, створює можливість доступу до кращої міжнародної практики, стандартів та професійної експертизи проектів<sup>329</sup>.

Дані табл. 7.6 засвідчують, що серед МФО основним кредитором України є Міжнародний валютний фонд, а частка його кредитів у структурі зовнішньої заборгованості становить 40,13%.

Специфіка МВФ, порівняно з іншими міжурядовими організаціями, полягає в тому, що у своїй діяльності він об'єднує функції регулювання, фінансування, нагляду та консультування держав-членів у сфері валютно-фінансових відносин. Процес кредитування України розпочався у 1994 р. і триває дотепер. У співробітництві України з МВФ у межах кредитних програм можна виокремити кілька етапів (табл. 7.7).

Необхідність активізації співпраці з МВФ у 2008–2012 рр. була зумовлена потребою в залученні додаткових ресурсів внаслідок несприятливої

<sup>329</sup> Про схвалення Стратегії залучення, використання та моніторингу міжнародної технічної допомоги і співробітництва з міжнародними фінансовими організаціями на 2013–2016 роки : розпорядження Кабінету Міністрів України від 11.09.2013 № 697-р [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/697-2013-%D1%80>.



Таблиця 7.6

**Зовнішній борг у розрізі кредиторів**

Показник	2012, млн грн	2013	
		млн грн	%
<b>Зовнішній прями́й та гарантований борг</b>	<b>38 658,23</b>	<b>37 568,0</b>	<b>100,0</b>
1. Заборгованість за позиками, наданими міжнародними організаціями економічного розвитку	18 718,25	9 774,7	26,0
<i>Європейський банк реконструкції та розвитку</i>	428,99	694,3	1,8
<i>Європейський інвестиційний банк</i>	354,55	535,9	1,4
<i>Міжнародний валютний фонд</i>	14 807,99	5 190,5	13,8
<i>Світовий банк</i>	3 128,72	3 313,8	8,8
2. Заборгованість за позиками, наданими закордонними органами управління	1 500,07	1 158,5	3,1
3. Заборгованість за позиками, наданими іноземними комерційними банками	2 956,73	3 455,0	9,0
4. Заборгованість, не віднесена до інших категорій	13 721,18	23 179,8	61,7

Складено за даними Міністерства фінансів України.

Таблиця 7.7

**Співробітництво України з МВФ у межах кредитних програм**

Етап	Програми фінансування	Сума кредиту
Перший (1994–1995 рр.)	Системна трансформаційна позика	498,7 млн СПЗ (763,1 млн дол. США)
Другий (1995–1998 рр.)	Трирічні програми «стенд-бай»	1318,2 млн СПЗ (1935 млн дол. США)
Третій (1998–2002 рр.)	Програма розширеного фінансування	1193 млн СПЗ (1591 млн дол. США)
Четвертий (2002–2008 рр.)	Попереджувальний «стенд-бай»	411,6 млн СПЗ (600 млн дол. США)
П'ятий (2008–2012 рр.)	Програма «стенд-бай», затверджена 05.11.2008	11 млрд СПЗ (16,43 млрд дол. США)
	Програма «стенд-бай», затверджена 28.07.2010	10 млрд СПЗ (15,1 млрд дол. США)

Складено за: Співробітництво України з МФО // Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua>.

ситуації на світових фінансових ринках та втрати доступу на світовий ринок кредитних ресурсів, втратою взаємної довіри глобальних фінансових інститутів. Ураховуючи зазначене, 15 жовтня 2008 р. уряд України розпочав консультації з МВФ з питань залучення ресурсів Фонду в межах програми співробітництва «стенд-бай». Графік вибірки коштів Україною був розрахований на 2 роки із загальним обсягом фінансування в 802 % від квоти України в МВФ, або 11 млрд СПЗ. Після погодження параметрів програми 3 млрд СПЗ були зараховані першим траншем до золотовалютних резервів Національного банку України. Загалом у рамках програми «стенд-бай» Україна отримала три транші обсягом 7 млрд СПЗ (10,6 млрд дол. США). Частина другого траншу у розмірі 1,5 млрд дол. США та третій транш у повному обсязі були спрямовані безпосередньо до Державного бюджету України.

28 липня 2010 р. Україна ухвалила нову спільну з МВФ програму «стенд-бай» на загальну суму 10 млрд СПЗ (15,1 млрд дол. США), строком на 2,5 роки, скасувавши угоду «стенд-бай», затверджену в листопаді 2008 р., у тому числі всі невикористані транші за попередньою угодою<sup>330</sup>.

10 грудня 2010 р. було завершено перший перегляд програми та підписано новий лист про наміри. Радою директорів МВФ було прийнято рішення про виділення траншу у розмірі 1 млрд СПЗ (близько 1,5 млрд дол. США), з яких 1 млрд дол. США передбачалось спрямувати на фінансування дефіциту державного бюджету<sup>331</sup>.

Зупинимось детальніше на аналізі процесу кредитування, з'ясуємо основні переваги та недоліки співробітництва з МВФ. Відповідно до розробленої МВФ у 2010–2013 рр. програми повернення отриманих у 2008 р. кредитів, уряд зобов'язаний здійснити виплати у таких обсягах (табл. 7.8).

Дані табл. 7.8 засвідчують, що кредитні ресурси МВФ з точки зору вартості запозичень є економічно вигідними, оскільки передбачають виплату процентів у розмірі близько 3% річних. Погашення основної суми боргу має здійснюватися впродовж 2012–2014 рр. (рис. 7.1).

У макроекономічному контексті отримані від МВФ кредитні ресурси дещо покращили платіжний баланс, проте суттєво збільшили наванта-

<sup>330</sup> Гришина Л. Україна та Міжнародний валютний фонд: перспективи співпраці / Л. Гришина, П. Карась, В. Черешня // Сталий розвиток економіки. – 2012. – № 3. – С. 26–29.

<sup>331</sup> Крамаренко В. І. Оцінка співпраці з міжнародними фінансовими інститутами / В. І. Крамаренко // Науковий вісник: Фінанси, банки, інвестиції. – 2012. – № 5. – С. 23–31.

Таблиця 7.8

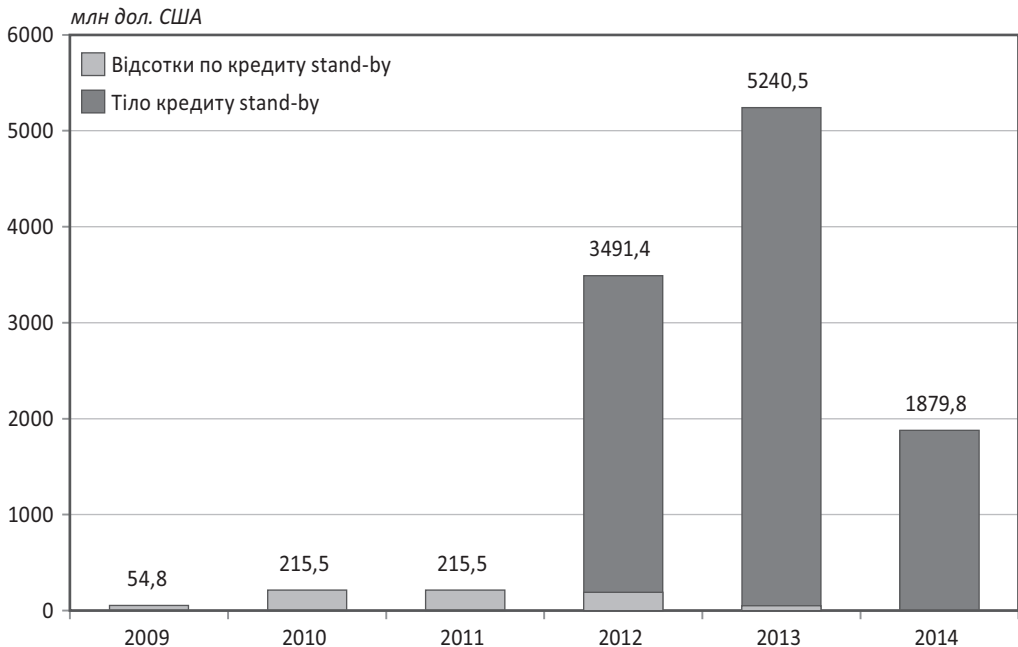
**Прогнозовані виплати до МВФ, млн СПЗ**

Показник	2010	2011	2012	2013	2014
Основний борг	–	–	2,23	3,50	1,27
Проценти/платежі	0,11	0,15	0,13	0,05	0,01
<b>Усього</b>	<b>0,11</b>	<b>0,15</b>	<b>2,36</b>	<b>3,55</b>	<b>1,28</b>

Складено за даними офіційного сайту МВФ за відповідні роки.

ження зовнішньо-боргових виплат. Отриманий стабілізаційний кредит ще не виплачений, а Україна вже потребує нових кредитних ресурсів.

Співпраця з Міжнародним валютним фондом є важливою з огляду на репутацію країни як надійного позичальника. Адже укладення угоди про співробітництво з МВФ сприяє підвищенню кредитного рейтингу держави на світових фінансових ринках, зменшенню процентних ставок за кредитами, збільшенню привабливості країни для іноземних інвесторів. Водночас кредити МВФ створюють, швидше, довгострокову залежність, ніж надають допомогу в короткостроковому періоді.



**Рис. 7.1. Графік погашення Україною кредиту «стенд-бай» перед МВФ**

Складено за даними офіційного сайту МВФ за відповідні роки.

У структурі зовнішньої заборгованості України перед МФО чільне місце посідає Світовий банк як один з провідних інститутів фінансової та технічної допомоги країнам, що розвиваються. Світовий банк є установою, яка суттєво впливає на розвиток економіки України, виконання державних програм, стратегій, спрямованих на ринкове реформування, підвищення конкурентоспроможності та перебудову національного господарства. Світовий банк також сприяє інтеграції України у світову економічну спільноту та отриманню доступу до найкращого міжнародного досвіду й сучасних технологій.

Україна активно співпрацює з Групою Світового банку, зокрема, з Міжнародним банком реконструкції та розвитку і Міжнародною фінансовою корпорацією. Портфель проектів, що реалізуються спільно з цією установою в Україні, складається з системних та інвестиційних проектів. За період 1993–2012 рр. було укладено договорів позики на загальну суму понад 9 млрд дол. США. З них більше 7 млрд дол. США було виділено МБРР, понад 1,6 млрд дол. США – МФК.

Рада виконавчих директорів Світового банку затвердила 6 грудня 2007 р. Стратегію партнерства з Україною на період 2008–2011 рр. Стратегія визначила пріоритети діяльності Групи Світового банку в Україні, включаючи кредитування та інвестиції, надання аналітичних і консультативних послуг і технічної допомоги. У межах Стратегії передбачалося надання позик на загальну суму 2–6 млрд дол. США протягом чотирьох років. Фактично реалізовано проектів на суму 2,350 млрд дол. США, що пояснюється проблемами в освоєнні коштів українською стороною<sup>332</sup>.

Нині кредитний портфель інвестиційних проектів Світового банку нараховує дванадцять проектів з обсягом фінансування 1,8 млрд дол. США. Станом на грудень 2011 р. 67 % з них все ще не освоєні. Причому половині портфеля проектів МБРР понад шести років. Їхнє впровадження почалося ще в 2004–2007 рр.

Реалізація проектів Світового банку допомагає реформувати податкову службу, систему освіти, підвищити якість і доступність соціальних послуг, сприяти розвитку села шляхом закладення правових та інституціональних основ для забезпечення захисту прав власності на землю, іпотеки, оренди та торгівлі землею, а також сприяти удосконаленню системи управління державними фінансовими активами, системи державної статистики та здійсненню експортних операцій. Крім того, роз-

<sup>332</sup> Співробітництво України з МФО // Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua>.

почато роботу щодо налагодження безперебійного енергозабезпечення споживачів шляхом реабілітації гідроелектростанта електричних мереж, поліпшено надання послуг водопостачання для жителів деяких міст України.

Нова Стратегія партнерства з Україною на 2012–2016 рр. розроблялася з метою сприяння у досягненні Україною успіхів в реалізації програми економічної реформи та інтеграції з ЄС. Кредитна програма на перші два роки (2013–2014) передбачає надання позик у сумі 500 млн дол. США на рік у формі інвестиційних позик. Банк планує надавати інвестиційні позики в секторах з позитивним досвідом співробітництва. На сьогодні – це будівництво доріг, енергетичний і соціальний сектори. У 2015–2016 фінансових роках передбачена можливість фінансування інвестиційних проектів в таких сферах: транспорт, енергоефективність, комунальні послуги, охорона здоров'я.

Проводиться спільна робота зі Світовим банком щодо підготовки інвестиційних проектів із метою залучення у 2014 р. позикових коштів загальним обсягом 900 млн дол. США. Так, за проектом модернізації системи соціальної підтримки населення України планується залучити позику в сумі 300 млн дол. США. Проект буде спрямовано на підвищення ефективності соціальної допомоги та системи соціальних послуг в Україні для малозабезпечених сімей, підтримку поступової деінституалізації послуг по догляду за дітьми та зміцнення адміністрування надання як соціальної допомоги, так і соціальних послуг.

З-поміж основних проблем співробітництва України зі Світовим банком є недостатня ефективність реалізації портфеля позик та низький рівень вибірки коштів, зарезервованих для українських проектів, а також проблема часових лагів. До чинників, які впливають на затримки реалізації проектів, належать: обмежені технічні можливості сторін; відсутність адекватної інституційної бази, необхідної для підтримки проектів; конфлікт інтересів осіб і груп, пов'язаних із виконанням проектів<sup>333</sup>.

Серед країн Східної Європи і Центральної Азії рівень вибірки коштів Україною є найнижчим (рис. 7.2).

Надзвичайно тривалий час проходить від моменту підписання угоди між Україною і МБРР до безпосереднього використання коштів позик,

<sup>333</sup> *Першко Л. О.* Світовий банк та Україна: проблеми та перспективи взаємодії / *Л. О. Першко, М. О. Мироненко* // Збірник наукових праць Національного університету державної податкової служби України. – 2012. – № 1. – С. 337–344.

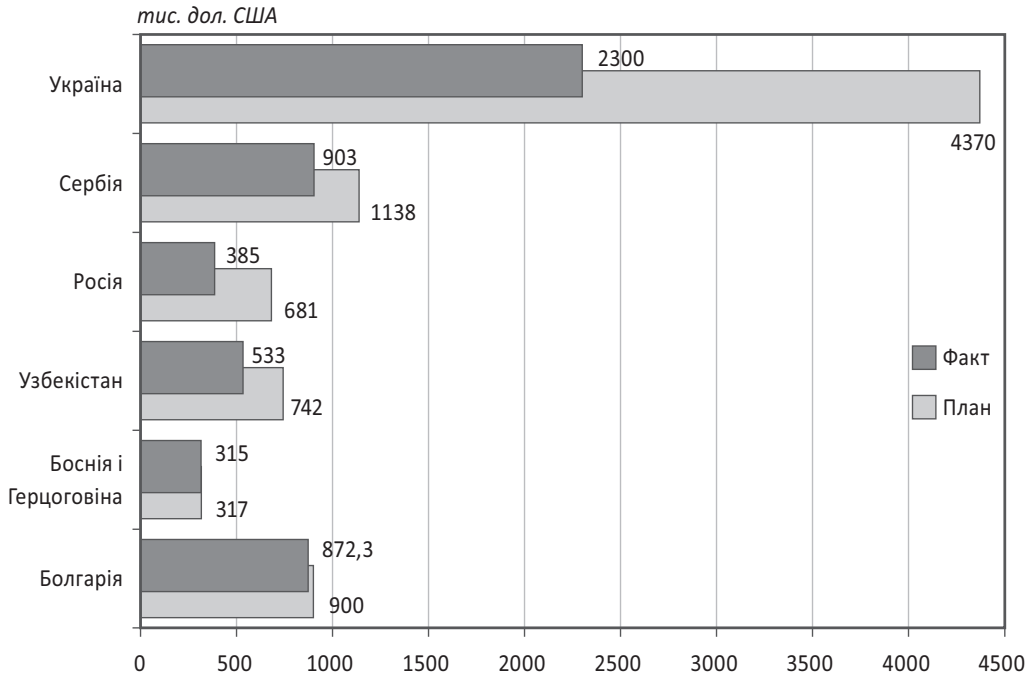


Рис. 7.2. Динаміка обсягів фінансування Світовим банком деяких країн світу

Джерело: *Першко Л. О.* Світовий банк та Україна: проблеми та перспективи взаємодії / *Л. О. Першко, М. О. Мироненко* // Збірник наукових праць Національного університету державної податкової служби України. – 2012. – № 1. – С. 337–344.

причому не тільки у зв'язку з необхідністю виконання встановлених МБРР складних процедур, а й через суттєві недоліки організації виконання проектів ще до підписання угод. Такі затримки в реалізації проектів призводять до додаткових фінансових втрат державного бюджету, оскільки нарахування комісійних за резервування коштів позик здійснюється через 60 днів після підписання кредитних угод.

Стратегічно важливим для України є також поглиблення співпраці з фінансовими інститутами Європи як ще один крок до впровадження європейських норм та стандартів життя в Україні.

На сьогодні Європейський банк реконструкції та розвитку (ЄБРР) залишається одним із провідних інвесторів в економіку України, вкладення якого мають комплексний характер. ЄБРР надає значну підтримку економічним реформам, що створює умови для розвитку продуктивних відносин, про що свідчить портфель проектів ЄБРР в Україні. Ста-

ном на 1 жовтня 2013 р. він нараховував 337 проектів із загальним обсягом фінансування більше 8,63 млрд євро.

За період співпраці з ЄБРР (1993–2013 рр.) у державному секторі економіки України, за проектами, кредитні кошти за якими залучені державою або під державні гарантії, укладено угод на загальну суму 674,94 млн дол. США та 1 487,35 млн євро (в рамках 22 проектів), з яких станом на 01.10.2013 р. використано 606,75 млн дол. США та 663,73 млн євро<sup>334</sup>.

Галузева структура кредитного портфеля проектів ЄБРР в державному секторі економіки складається таким чином, що 50 % усього портфеля спрямовані на фінансування проектів розвитку транспортної інфраструктури, 39 – на підтримку проектів в енергетичній сфері, 8 – в інших фінансових сферах, 2 – на зв'язок, 1 % – на розвиток муніципалітетів.

За підтримки Європейського інвестиційного банку (ЄІБ) на різних стадіях проектного циклу – ініціювання, підготовка, реалізація та повернення позики – перебувають 10 інвестиційних проектів розвитку державної інфраструктури, енергетики та енергозбереження, сума позик за якими становить майже 2 млрд євро.

Для України особливо значущою є підтримка Європейським банком реконструкції та розвитку проектів, які сприяють розвитку муніципальної інфраструктури міст, охороні навколишнього середовища та транспортної інфраструктури.

Загалом стратегія співробітництва нашої держави з МФО має будуватись на основі найефективнішого використання переваг і можливостей, що надає членство у цих організаціях, передусім МВФ, інституціях Світового банку, ЄБРР, ЄІБ, а також Чорноморського банку торгівлі і розвитку (ЧБТР). При цьому, як свідчить позитивний досвід інших країн, вона має містити принципи, спрямовані на відстоювання національних інтересів у системі міжнародних економічних відносин.

Підвищення результативності співробітництва з МФО та ефективності використання кредитів міжнародних організацій потребує впровадження таких заходів:

- узгодження пріоритетів діяльності уряду і стратегічних положень програм соціально-економічного розвитку країни зі стратегією допомоги Україні, яка готується Світовим банком, Меморандумом економічної політики уряду, що формується МВФ, та стратегією ЄБРР в Україні;

<sup>334</sup> Співробітництво України з МФО // Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua>.

- оптимізація обсягів використання позик МФО в межах реалізації схвалених урядом державних цільових програм з урахуванням оцінки ефективності їхнього залучення і можливостей фінансування за рахунок коштів Державного бюджету України;
- посилення ролі Української Сторони в процесах підготовки та реалізації проектів, зокрема на стадії їхнього ініціювання органами державної влади та погодження Стратегій партнерства Світового банку з Україною, стратегій ЄБРР в Україні та інших програмних документів МФО;
- активізація участі України у реформуванні та безпосередній діяльності МФО, розширення представництва у цих організаціях, а також більша відкритість й готовність уряду до дискусій щодо базових фінансово-економічних і політичних заходів, а також майбутніх проектів;
- узгодження кредитних програм співробітництва України з МФО із середньостроковою стратегією управління державним боргом України;
- більш повне використання потенціалу БАГІ, МФК, МАР, ЧБТР і ЄІБ з метою вирішення актуальних проблем інституційного характеру та фінансового забезпечення перспективних інвестиційних проектів у межах приватного сектору економіки;
- підвищення якості розроблення проектних документів та експертизи проектів з МФО;
- поступове звуження сфери застосування груп управління проектами та передання їхніх функцій відповідальним виконавцям спільних з МФО проектів;
- удосконалення механізмів взаємодії між органами державної влади у сфері співробітництва з МФО, відповідальними виконавцями проектів і бенефіціарами фінансових ресурсів МФО;
- посилення відповідальності позичальників за своєчасне та цільове використання кредитних ресурсів МФО.

Довгострокові інвестиційні ресурси МФО слід зосередити у таких сферах: розвиток муніципальної і транспортної інфраструктури, телекомунікацій, виробництва транспортного обладнання, малого і середнього бізнесу, модернізація АПК, атомної і теплової енергетики, охорона навколишнього середовища. Концентрація програм МФО на розширенні і модернізації об'єктів інфраструктури та розвитку національної виробничої бази сприятиме підвищенню конкурентоспроможності това-



рів і послуг на світових ринках і визначатиме більш ефективне спрямування запозичених коштів.

У цьому контексті актуальними завданнями економічної і фінансової політики в Україні є переструктурування кредитного портфеля МБРР в Україні у напрямі підвищення частки самоокупних інвестиційних проєктів і зменшення частки системних та інституційних проєктів, які являють собою додаткове джерело фінансування для органів державної влади і не у всіх випадках досягають очікуваних результатів.

Формування портфеля запозичень України у МБРР має здійснюватися на засадах таких принципів:

- підтримка Банком структурних реформ у пріоритетних галузях на основі програм, розроблених українським урядом, із спрямуванням залучених коштів до державного бюджету;
- зосередження інвестицій у створення матеріальних активів у секторах економіки з високою часткою соціальних зобов'язань держави і непевними перспективами залучення приватних інвестицій;
- збільшення кількості проєктів, пов'язаних з розвитком регіонів, розв'язанням соціальних та екологічних проблем територіальних громад;
- сприяння реформам у сферах освіти і охорони здоров'я за рахунок реалізації пілотних проєктів, у межах яких будуть відпрацьовані сучасні методи управління і фінансування;
- збільшення кількості інвестиційних проєктів, спрямованих на підтримку приватного сектору економіки без надання державних гарантій;
- ініціювання, підготовка і реалізація лише тих проєктів МБРР, які відповідають умовам високої фінансової й економічної ефективності, наявності стійких механізмів поширення результатів проєкту на сектор у цілому, спроможність після реалізації проєкту виконати основні завдання реформи.

#### **7.4. УПРАВЛІННЯ ГАРАНТОВАНИМИ ЗОБОВ'ЯЗАННЯМИ ДЕРЖАВИ**

Важливими завданнями у сфері управління державним і гарантованим державою боргом є формування системи підзвітності, підконтрольності й транспарентності державних гарантій за кредитами, обмеження сфери дії державних гарантій потенційно самоокупними інвестиційними проєктами загальнодержавного значення, а також засто-

сування механізму часткових гарантій. Такі заходи мають забезпечити зниження фіскальних ризиків державних гарантій та підвищення їхньої ефективності при вирішенні завдань структурної політики держави.

В Україні відповідно до Державної програми активізації розвитку економіки на 2013–2014 роки державні гарантії мали стати одним із ключових механізмів залучення фінансових ресурсів до економіки. Проектом Державної програми передбачалося надання державних гарантій на суму 165,4 млрд грн. При цьому за їхній рахунок планувалося підтримувати як проекти загальнодержавного значення у галузях інфраструктури та інноваційні проекти у високотехнологічних галузях, так й інвестиційні проекти приватних підприємств у традиційних галузях економіки.

В історії незалежної України механізм державної підтримки суб'єктів господарювання та бюджетної сфери через надання державних гарантій активно застосовувався протягом 1990-х років. Головним наслідком такої політики стали не досягнення позитивних структурних зрушень в економіці чи активізація інвестиційної діяльності у пріоритетних сферах, а формування тягаря фінансових зобов'язань для держави. Основними причинами неефективності державних гарантій у 1990-х роках були:

- гарантування державою всієї суми позики і водночас відсутність відповідальності кредиторів та банків агентів, через які надавалися кредити;
- відсутність вимоги з боку уряду щодо фінансування частини вартості проекту за рахунок власних коштів;
- невиправдано великий перелік тих суб'єктів, галузей та проектів, які були віднесені до пріоритетних, що унеможливлювало здійснення повноцінного контролю;
- відсутність чітких умов надання державних гарантій, що призводило до відвертого лобювання чиновниками споріднених із ними бізнесових структур;
- великий перелік міністерств та відомств, залучених до надання гарантій та наділених контролюючими функціями, що призводило до колективної безвідповідальності.

Згодом деякі проблемні моменти уряду вдалося вирішити. Так, протягом 2000–2008 рр. державні гарантії надавалися невеликій кількості підприємств, що сприяло зменшенню обсягу гарантованого державою боргу до 2,4% ВВП у 2007 р. Протягом 2008–2012 рр. це співвідношення

збільшилося переважно за рахунок кредиту МВФ, і на кінець 2013 р. гарантований борг збільшився до 7,2% ВВП.

Проте не вирішено було низку проблем, пов'язаних з недосконалістю механізму надання державних гарантій і створенням деформованих стимулів для учасників процесу залучення і використання кредитних ресурсів.

По-перше, в Україні відсутні дієві обмеження обсягу гарантованого державою боргу і сум надання державних гарантій у відповідному періоді. У цей час обсяг гарантованого державою боргу обмежується п. 2 ст. 18 Бюджетного кодексу України, відповідно до якої загальний обсяг державного боргу та гарантованого державою боргу на кінець бюджетного періоду не може перевищувати 60% річного номінального обсягу валового внутрішнього продукту. Обсяги надання державних гарантій також щороку обмежуються законом про державний бюджет на відповідний рік, але значення відповідних норм можуть довільно змінюватися.

Так, змінами, внесеними до Закону України «Про Державний бюджет України на 2012 рік», граничний обсяг надання державних гарантій збільшено на 53,8 млрд грн. Зокрема, Законом України від 30.07.2012 № 5190-VI підвищено на 24,3 млрд грн граничний обсяг державних гарантій для забезпечення повного або часткового виконання боргових зобов'язань за запозиченнями для фінансування пріоритетних проектів у сфері сільського господарства на реалізацію Меморандуму про взаємопорозуміння щодо співробітництва в галузі пріоритетних проектів у сільському господарстві. Законом України від 30.07.2012 № 5189-VI збільшено на 29,5 млрд грн граничний обсяг державних гарантій для забезпечення повного або часткового виконання боргових зобов'язань за зобов'язаннями суб'єктів господарювання державного сектору економіки, що здійснюють реалізацію проектів заміщення природного газу вугіллям вітчизняного видобування відповідно до протоколу про співробітництво із Державним банком розвитку Китайської Народної Республіки.

Порівняно з країнами ЄС відношення гарантованого державою боргу до прямого державного боргу в Україні перебуває на достатньо високому рівні. На кінець 2012 р. цей показник становив 29,1%, а без урахування кредиту МВФ – 19,7%. За першим показником Україну випереджає Ірландія та Словенія, а за другим – Ірландія, Словенія, Фінляндія, Чехія та Мальта (табл. 7.9).

По-друге, незважаючи на сумнозвісний досвід надання державних гарантій посередникам з постачання техніки та закупівлі продукції на

Таблиця 7.9

**Динаміка відношення гарантованого державою боргу до прямого державного боргу в країнах Європи, %**

Країна	2007	2008	2009	2010	2011
Ірландія	9,6	6,3	4,9	115,8	102,5
Словенія	45,9	55,8	56,9	54,4	39,3
Україна (з урахуванням НБУ)	24,5	44,9	40,0	33,6	32,4
Фінляндія	22,1	26,5	27,3	26,3	27,3
Чехія	н.д.	н.д.	20,6	23,0	24,3
Мальта	18,6	18,9	21,9	23,5	23,4
Україна (без урахування НБУ)	17,5	19,1	15,8	16,1	19,7
Бельгія	2,2	14,4	22,6	19,6	15,7
Швеція	10,7	12,8	12,7	11,8	12,9
Угорщина	н.д.	н.д.	н.д.	12,3	11,6
Болгарія	10,6	13,4	12,4	10,9	9,8
Португалія	9,1	10,5	9,4	6,4	11,8
Румунія	9,6	11,6	8,2	10,2	6,6
Іспанія	1,9	2,2	12,1	13,4	15,8
Латвія	7,4	4,1	11,7	6,6	4,7
Естонія	4,9	2,2	4,0	4,8	5,5
Польща	4,2	3,8	3,0	2,4	2,1
Італія	2,5	2,6	2,9	0,7	3,1
Словаччина	0,3	0,2	0,2	0,1	0,1

Джерело: складено за даними Eurostat за відповідні роки та авторські розрахунки.

сільськогосподарському ринку в 1990-х роках (прямі втрати бюджету становили 739 млн дол. США<sup>335</sup>, у 2012 р. уряд відновив цю практику. Зокрема ПАТ «Державна продовольчо-зернова корпорація України» (ДПЗКУ) отримала право залучити позику в розмірі 3 млрд дол. США, які планувалося використати для придбання сільськогосподарської техніки, засобів захисту рослин і насіння, вироблених у Китаї<sup>336</sup> (табл. 7.10).

<sup>335</sup> Кудряшов В. П. Удосконалення державних гарантій за кредитними операціями / В. П. Кудряшов, В. Й. Башко // Наукові праці НДФІ. – 2007. – №1(38). – С. 30–39.

<sup>336</sup> Ковальчук А. Контракт на \$28 млрд: на яких умовах Китай буде купувати українську сільхозпродукцію / А. Ковальчук // Forbes.Україна. – 2013. – 15 апр. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://forbes.ua/business/1351061-kontrakt-na-28-mlrd-na-kakih-usloviyah-kitaj-budet-pokupat-ukrainskuyu-selhoz-produkciyu>.

Таблиця 7.10

## Обсяг наданих Кабінетом Міністрів України гарантій

Рік	Позичальник	Гарантовані позики/кредити		У національній валюті, млрд грн	Усього за рік, млрд грн
		Сума, млн	Валюта		
2004	Укравтодор	480,0	USD	2,6	8,5
	НАЕК «Енергоатом»	65,0	EUR	0,4	
	НАЕК «Енергоатом»	74,3	USD	0,4	
	Укрзалізниця	120,0	USD	0,6	
	Укрзалізниця	700,0	USD	3,7	
	ДКБ «Південне» ім. М. К. Янгеля	150,0	USD	0,8	
2005	Укравтодор	100,0	USD	0,5	0,7
	«Укренерго»	25,8	EUR	0,2	
2006	Укравтодор	279,9	EUR	1,7	3,5
	Укрексімбанк	154,5	USD	0,8	
	Державна іпотечна установа	1 000,0	UAH	1,0	
	Укравтодор	465,0	USD	2,3	
2007	ДП «Іллічівський морський торговельний порт»	26,0	EUR	0,2	3,5
	Державна іпотечна установа	1 000,0	UAH	1,0	
2008	Державна іпотечна установа	1 000,0	UAH	1,0	1,0
	Укравтодор	1 600,0	UAH	1,6	
2009	Укравтодор	465,0	USD	3,6	29,7
	Укравтодор	2,1	UAH	2,1	
	Укравтодор	1,0	UAH	1,0	
	Укравтодор	0,7	UAH	0,0	
	НАК «Нафтогаз України»	3,8	UAH	0,7	
	Укрмедпостач	85,0	EUR	3,8	
	Укрмедпостач	17,0	EUR	1,0	
	ДП «Львів. обл. дирекція з протипавод. захисту»	50,0	EUR	0,2	
	НАК «Нафтогаз України»	0,3	USD	0,6	
	НАК «Нафтогаз України»	1 595,0	USD	12,8	
ДП «Укркосмос»	292,4	USD	2,3		

Закінчення табл. 7.10

Рік	Позичальник	Гарантовані позики/кредити		У національній валюті, млрд грн	Усього за рік, млрд грн
		Сума, млн	Валюта		
2010	ДП «Фініпро»	568,0	USD	4,5	10,1
	Укравтодор	440,8	USD	3,5	
	Південна залізниця	261,0	USD	2,1	
2011	ДП «Фініпро»	690,0	USD	5,5	12,8
	Укравтодор	376,0	USD	3,0	
	ДП «Конструкторське бюро «Південне»	260,0	USD	2,1	
	Укрексімбанк	200,0	USD	1,6	
	ВАТ «Лисичанськвугілля»	85,0	USD	0,7	
	Укрексімбанк	150,0	USD	1,2	
2012	ДП «Фініпро»	550,0	USD	4,4	75,3
	НАК «Нафтогаз України»	3 656,0	USD	29,2	
	ПАТ «ДПЗКУ»	1 500,0	USD	12,0	
	ПАТ «ДПЗКУ»	1 500,0	USD	12,0	
	ДК НАК «Нафтогаз України» «Укртрансгаз»	53,6	EUR	0,6	
	Державна іпотечна установа	2 000,0	UAH	2,0	
Укравтодор	14 000,0	UAH	14,0		

Складено за даними Державної казначейської служби України за відповідні роки.

Відповідно до генеральної угоди про отримання першого траншу в розмірі 1,5 млрд дол. США загальний обсяг придбання Китаєм сільськогосподарської продукції мав становити 22,7–26,55 млрд дол. США протягом 15 років, або від 1,2 до 1,8 млрд дол. США на рік. Натомість Україна зобов'язувалася протягом 5 років придбати китайських товарів і послуг на суму 300 млн дол. США (табл. 7.11).

Позитивною стороною угоди з китайською стороною є те, що завдяки отриманню зв'язаного кредиту Україна має можливість збільшити ринок збуту сільськогосподарської продукції. Однак вітчизняна сільськогосподарська продукція і так достатньо конкурентоспроможна на світовому ринку. Рентабельність виробництва продукції рослинництва протягом останніх років суттєво перевищує рентабельність інших галузей економіки, що робить привабливими інвестиції в сільське господарство як для міжнародних, так і для вітчизняних інвесторів. На сьогодні

Таблиця 7.11

**Напрями використання коштів, отриманих ДПЗКУ в кредит,  
млн дол. США**

Показник	2013	2014	2015	2016	2017
Закупівля китайських засобів захисту рослин	30	30	60	75	80
Закупівля китайських мінеральних добрив	50	50	65	70	70
Закупівля китайської сільгосптехніки		5	15	20	15
Закупівля китайського насіння	50	50	75	85	90
Будівництво заводу з виробництва органічно-мінеральних добрив	35	35	–	–	–
Будівництво заводу з виробництва засобів захисту рослин	30	40	–	–	–
Будівництво центру сільськогосподарських ринків	30	25	45	50	45
Перероблення сільськогосподарських відходів на альтернативні джерела енергії	10	5	–	–	–
Будівництво портового елеватора	65	60	40	–	–
<b>Усього</b>	<b>300</b>	<b>300</b>	<b>300</b>	<b>300</b>	<b>300</b>

Складено за: Ковальчук А. Контракт на \$28 млрд: на яких умовах Китай буде купувати українську сільхозпродукцію / А. Ковальчук // Forbes.Україна. – 2013. – 15 апр. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://forbes.ua/business/1351061-kontrakt-na-28-mlrd-na-kakih-usloviyah-kitaj-budet-pokupat-ukrainskuyu-selhozprodukciju>.

потенціал розвитку сільського господарства стримують відсутність гарантій на право власності та адміністративні перешкоди. Тому замість створення чергового монополіста та залучення зв'язаних кредитів державі варто було б провести інституційні реформи, які б сприяли покращанню інвестиційного клімату та залученню приватних інвестицій в аграрний сектор.

По-третє, як і у 1990-х роках, держава гарантує повернення всієї суми позик, беручи на себе ризики невиконання боргових зобов'язань позичальником, водночас кредитор, покладаючись на державну гарантію, не схильний якісно оцінювати кредитні ризики. На наш погляд, з метою зменшення витрат державного бюджету на виконання гарантійних зобов'язань доцільно обмежити частку гарантування боргових зобов'язань державою на рівні 80 % від суми позики. Перекладання частини ризиків на кредитора надасть змогу не лише зменшити витрати державного бюджету, а й підвищити якість аналізу інвестиційних проектів зі сторони кредиторів, активніше здійснювати стягнення заборгованості за кредитним договором тощо. Такий підхід допоможе використати переваги як ринкових механізмів, так і державної підтримки.

Серед нових проблем у сфері надання державних гарантій необхідно виокремити такі. По-перше, протягом останніх дев'яти років в Україні практикується надання державних гарантій за запозиченнями, погашення яких має проводитися з державного бюджету. Починаючи з 2004 р., Укравтодор залучив понад 32 млрд грн. У 2009 р. державні гарантії за позиками, які погашалися за рахунок державного бюджету, надавалися ДП «Укрмедпостач» (на загальну суму 102 млн євро), а також ДП «Львівська ОДПС» (на 50 млн євро). У 2010–2012 рр. ДП «Фінансування інфраструктурних проектів» (Фінінпро) залучило 1,8 млрд дол. США.

Варто зазначити, що як пряме фінансування бюджетних установ й інвестиційних проектів з державного бюджету, так і делегування їм функцій здійснення запозичень під гарантії уряду орієнтовані на забезпечення бюджетних установ фінансовими ресурсами. Однак наслідки від використання різних схем фінансування неоднакові.

Унаслідок прямого фінансування з державного бюджету дефіцит збільшується в момент отримання позики, натомість у разі здійснення запозичень під гарантії уряду дефіцит зростає у випадку настання терміну погашення гарантованого державою боргу. Зокрема, для Укравтодору, який є бюджетною установою, запозичення під гарантії уряду, починаючи із 2004 р., відображалися як власні надходження, тобто як доходи



спеціального фонду державного бюджету. Операції з погашення цих позик обліковуються у державному бюджеті як капітальні видатки, оскільки бюджетні кошти спрямовуються Укравтодору, а той вже від власного імені повертає позики кредиторам. Тобто держава, по-суті, сама собі надавала гарантії, при цьому надходження цих коштів не відображалися як державні запозичення. Це не відповідає міжнародним стандартам обліку і призводить до невідповідності інформації про реальний обсяг дефіциту бюджету та державного боргу.

Відповідно до бюджетного законодавства та практики, що склалась в Україні, загальноприйнятими індикаторами стану державних фінансів є дефіцит державного бюджету, а також державний та гарантований державою борг, на рівень та обсяги яких у Бюджетному кодексі та законі про державний бюджет встановлені кількісні обмеження.

Наявність інформації та контроль суспільства за обсягами дефіциту бюджету, боргу, видатків та квазіфіскальних операцій є обов'язковою умовою проведення збалансованої бюджетно-податкової політики органами державного управління і забезпечення стабільності державних фінансів у довгостроковому періоді. Здійснення запозичень під державні гарантії такими установами, як Укравтодор та «Фінінпро», формально надає змогу знизити обсяги дефіциту бюджету та державного боргу, проте обсяги боргових виплат з бюджету збільшуються.

Певні проблеми породжує також відсутність в офіційних звітах органів державного управління інформації про дефіцит бюджету та державний борг на рівні сектору загального державного управління, які є основними індикаторами стабільності державних фінансів у розвинутих країнах. Така практика спонукає уряд делегувати окремі операції позабюджетним установам (Фінінпро) або установам, операції яких некоректно відображаються у державному бюджеті (Укравтодор).

Надання гарантій за позиками, які обслуговуються за рахунок державного бюджету, призводить до більших витрат порівняно із ситуацією, коли б позики залучалися безпосередньо урядом. Це обумовлено вищим рівнем процентних ставок за запозиченнями під державні гарантії порівняно із прямими запозиченнями, що здійснюються державою, як сувереном. Дослідження показують, що вартість здійснених запозичень Укравтодором та «Фінінпро» була на 0,5–3 % вищою, ніж вартість позик, які залучалися урядом. Наприклад, у липні 2004 р. Укравтодор залучив 480 млн дол. від Deutsche Bank за ставкою «Libor6M» + 6,8% річних (процентна ставка за перший відсотковий період становила 8,0 % річних) та

сплатив комісійну винагороду в розмірі 1,0% від суми кредиту. Водночас 30 липня 2004 р. уряд випустив ОЗДП строком на 5 років із ставкою «Libor6М» + 3,375 % річних. У разі, якби уряд від власного імені здійснював ці запозичення, витрати бюджету на обслуговування позики вдалося б зменшити на 70,6 млн дол.

Такі ж диспаритети виникають і при здійсненні запозичень ДП «Фінінпро». У табл. 7.12 наведено розрахунок втрат державного бюджету від запозичень «Фінінпро» порівняно із варіантом, якби такі запозичення здійснювалися безпосередньо Кабінетом Міністрів України. Розрахунки показують, що втрати за трьома запозиченнями протягом наступних сім років становитимуть 167 млн дол. США.

По-друге, з метою зниження обсягу дефіциту державного бюджету та державного боргу, збільшення непрямих трансфертів і безоплатних послуг понад обсяги бюджетних призначень уряд активно використовував державні підприємства, що не належать до сектору загального державного управління. Такі підприємства для досягнення політичних та соціальних цілей державної політики змушені виробляти товари та надавати послуги за економічно необґрунтованими цінами. Зазначена практика при відсутності обліку операцій на рівні всього державного сектору (який, крім сектору загального державного управління, включає також державні підприємства) формально покращує показники державних фінансів України.

Таблиця 7.12

### Порівняння дохідності ОЗДП та облігацій ДП «Фінінпро»

Показник	Листопад 2010	Квітень 2011	Грудень 2012
Номинальний обсяг розміщення, млн дол. США	568,0	690,0	550,0
Чистий обсяг надходжень від розміщення, млн дол. США	563,6	688,6	547,7
Строк, років	7	7	5
Відсоткова ставка, % річних	8,4	7,4	9,0
Ставка за 5-річними ОЗДП на вторинному ринку у відповідному періоді, %	6,7	6,4	7,1
Різниця у відсоткових ставках державних запозичень та запозичень Фінінпро, %	1,9	1,0	1,7
Втрати бюджету, млн дол. США	52,3	48,3	66,6

Складено автором.

Державні гарантії надають змогу компенсувати частину витрат на здійснення підприємствами квазіфіскальних операцій, пов'язаних із виробництвом товарів і послуг за цінами, нижче економічно обґрунтованого рівня. Тобто в цьому випадку державні гарантії – це одна з форм відшкодування державою зазначених витрат. Через взаємозв'язок цих підприємств із державним бюджетом у довгостроковому періоді їхня збиткова діяльність все одно позначиться на доходах та/або витратах з державного бюджету. Каналами взаємозв'язку між фінансовим станом зазначених підприємств та державним бюджетом є недонадходження податку на прибуток; субсидії для компенсації втрат від виконання квазіфіскальних операцій; здійснення витрат на поповнення статутного капіталу підприємств з метою недопущення їхнього банкрутства; відшкодування урядом гарантованих ним позик тощо.

Тому необхідно встановити чітку систему відносин уряду з державними підприємствами, на які покладаються квазіфіскальні операції. Квазіфіскальні витрати, здійснені цими державними підприємствами, держава повинна покривати за рахунок прямих бюджетних відшкодувань.

З огляду на гостроту окреслених проблем і необхідність нівелювання вказаних негативних наслідків у майбутньому, вважаємо за необхідне змінити форму кредитного фінансування установ, витрати яких фінансуються з державного бюджету. Оскільки вартість залучення позик під державні гарантії, джерелом повернення яких передбачаються кошти державного бюджету, є вищою, ніж залучення позик безпосередньо урядом, доцільно заборонити залучення позик іншими установами, ніж Кабінет Міністрів України, якщо погашення таких позик передбачається здійснювати за рахунок державного бюджету. Для імплементації цього положення варто визнати таким, що втратив чинність, п. 3 Розділу VI Бюджетного кодексу України.

Постановою Кабінету Міністрів України від 03.07.2013 № 500 затверджено Умови надання у 2013 р. державних гарантій для забезпечення виконання боргових зобов'язань за запозиченнями суб'єктів господарювання – резидентів України державного сектора економіки, залученими для реалізації інвестиційних, інноваційних, інфраструктурних та інших проектів розвитку, які мають стратегічне значення та реалізація яких сприятиме розвитку національної економіки. У п. 3 цієї постанови визначено: «Державні гарантії надаються для забезпечення виконання боргових зобов'язань за запозиченнями суб'єктів господарювання,

залученими для реалізації інвестиційних проектів, які передбачається реалізувати на умовах фінансової самоокупності в повному обсязі або частково за рахунок запозичень».

Разом з тим у п. 8 цієї постанови зазначається, що інвестиційний проект, для реалізації якого залучаються кошти під державні гарантії, має відповідати таким критеріям: підтримка національного товаровиробника, реалізація проектів у сфері освіти і науки, ... захист навколишнього природного середовища. Перший з названих критеріїв не передбачає прямої окупності проекту чи його стратегічного значення, інші критерії пов'язані з наданням суспільних благ, які за економічною логікою мали б фінансуватися за рахунок прямих бюджетних призначень.

Нині державні гарантії розглядаються урядом як інструмент підтримки підприємств, бюджетних установ і видів економічної діяльності, що не потребує негайного витрачання обмежених бюджетних коштів. Причому серед арсеналу методів державної підтримки гарантії уряду за кредитами у багатьох випадках обираються не у зв'язку з економічною обґрунтованістю застосування саме цього інструментарію, а з огляду на можливість перекалення відповідальності за поточні бюджетні рішення на бюджети майбутніх років.

Згідно з критеріями ЄС державна гарантія не є інструментом бюджетної підтримки у таких випадках:

- позичальник не зазнає фінансових труднощів;
- позичальник у змозі отримати позику на ринкових умовах без втручання держави;
- гарантія надається на окрему фінансову операцію, має фіксовану максимальну суму і покриває не більше 80 % суми позики,
- позичальник сплачує уряду ринкову ціну за надання гарантії.

У світовій практиці державні гарантії є інструментом зниження кредитних ризиків і здешевлення вартості кредитного фінансування для самоокупних інвестиційних проектів загальнонаціонального значення. Політика державних гарантій скеровується на коригування стимулів ринкових агентів, які призводять до недофінансування великих інвестиційних проектів внаслідок впливу таких чинників: тривалого терміну окупності, масштабності початкових вкладень, високого ступеня ризику.

Саме тому державні гарантії відіграють переважно роль інструменту державної підтримки інвестицій в інфраструктуру та інноваційні проекти загальнодержавного значення. Використання цих гарантій у вказаних галузях дає змогу реалізувати суспільно значущі проекти (які без державних

гарантій не могли б бути реалізовані) і зменшити витрати на виплату відсотків позичальниками за рахунок зниження кредитних ризиків.

Водночас міжнародний досвід засвідчує, що гарантії уряду зазвичай породжують проблеми, пов'язані з тим, що вони не підлягають такій же ретельній перевірці на предмет доцільності й обґрунтованості обсягу, як інші державні витрати. Рішення щодо надання державних гарантій не вимагають негайного витрачання бюджетних коштів і не впливають на величину бюджетного дефіциту в період надання гарантії. Бажання обійти обмеження на дефіцит бюджету, політична боротьба за бюджетні ресурси і слабкість традиційної системи обліку заохочують уряди надавати субсидії підприємствам і фінансувати певні державні програми не у грошовій формі, а через прийняття фінансових ризиків.

Таким чином, у світовій практиці надання державних гарантій часто обґрунтовується необхідністю усунення державою провалів ринку, які призводять до недофінансування великих інвестиційних проєктів загальнонаціонального значення. Водночас визнається, що надмірне чи неправильно оформлене втручання у дію ринкових механізмів може спричинити провали держави.

Законом про Державний бюджет України на 2013 р. передбачалося надання державних гарантій обсягом до 50 млрд грн (3,2% ВВП) на фінансування інвестиційних проєктів. Політика масштабного використання державних гарантій для пожвавлення економічної діяльності, відображена і в Державній програмі активізації розвитку економіки на 2013–2014 роки. Однак така політика недостатньою мірою враховує переобтяженість державних фінансів України умовними зобов'язаннями, суттєве зростання ризиків державного боргу в останні роки та неможливість ефективного управління державними фінансами при існуванні значного обсягу гарантованих зобов'язань з непевними перспективами оплати.

Аналіз положень фінансової теорії та міжнародного досвіду вказує на те, що державні гарантії (як один із видів умовних зобов'язань держави) породжують такі специфічні проблеми у сфері управління державними фінансами:

- непевність впливу гарантованих зобов'язань на видатки бюджету знижує достовірність бюджетного планування і може породжувати неочікувані потреби у бюджетних ресурсах;
- «моральний ризик» у поведінці банків-кредиторів і позичальників – реципієнтів державних гарантій, а також відсутність строгих бю-

джетних процедур контролю за обґрунтованістю і доцільністю відповідних витрат можуть призводити до невиправданого витрачання бюджетних коштів;

- надання державних гарантій у багатьох випадках мотивується можливістю уникнути адекватного відображення відповідних витрат у бюджеті (вартість рішення про це надання стає очевидною лише у період виконання кредитних зобов'язань); такий стан справ породжує значні ризики для стабільності державних фінансів у тривалій перспективі.

Провідні фахівці з управління державними фінансами визнають, що досить небезпечною властивістю державних гарантій є часті збіги періодів їхнього масового пред'явлення до оплати за рахунок бюджету з періодами нарощування бюджетних дисбалансів, пов'язаних із впливом інших незалежних від дій уряду чинників – кон'юнктурного зниження доходів бюджету, дестабілізації фінансового ринку тощо. З огляду на це практика масового надання державних гарантій у деяких країнах з часом призводила до виникнення бюджетних криз чи секвестру бюджету<sup>337</sup>.

Іншим аспектом проблематики державних гарантій в Україні є намагання поширити їх на нетрадиційні (невластиві цьому інструментарію) сфери. Так, законом про Державний бюджет України на 2013 рік (ст. 6) встановлено, що за рішенням Кабінету Міністрів України державні гарантії можуть надаватися для забезпечення виконання зобов'язань головних розпорядників бюджетних коштів, що виникають при залученні ними коштів для здійснення капітальних видатків понад обсяги встановлених бюджетних призначень.

Дозвіл розпорядникам бюджетних коштів залучати кредитні ресурси під гарантії уряду суперечить суті державних гарантій, які мають надаватися суб'єктам господарювання для фінансування суспільно значущих інвестиційних проектів. За економічною логікою при недостатності бюджетних ресурсів для фінансування капітальних вкладень суб'єктом запозичення на ринку має виступати уряд, який спрямовуватиме залучені кошти до загального фонду бюджету і на основі визначених пріоритетів інвестиційної політики чи програм розвитку певних галузей бюджетної сфери фінансуватиме відповідні видатки бюджету.

<sup>337</sup> *Brix H. P. Government at Risk: Contingent Liabilities and Fiscal Risk / H. P. Brix, A. Schick. – N. Y. : Oxford University Press, 2002. – 471 p.*

У світовій практиці немає прецедентів масового надання державних гарантій бюджетним установам, оскільки джерелом погашення таких кредитів є державний бюджет, що визначає еквівалентність таких залучень прямим запозиченням уряду.

В ЄС практика надання суверенних або державних гарантій активізувалася останніми роками. Уряди країн єврозони, надаючи гарантії, створювали умови для залучення стратегічно важливими державними підприємствами – включаючи залізничні компанії в Греції і автомобільні компанії у Франції – облігаційних позик на міжнародних ринках. З початком фінансової кризи така практика була поширена і на банки, які в багатьох випадках були неспроможні залучати фінансові ресурси без державних гарантій.

У Пакистані зовнішні й внутрішні гарантії уряду надаються підприємствам державного сектору, таким як Пакистанський сталеливарний завод, РЕРСО, Національна залізниця тощо. При цьому бюджетним законодавством визначено, що обсяг щорічного надання державних гарантій не повинен перевищувати 2% ВВП країни.

В Індії державні гарантії надаються місцевим органам влади, залізничним компаніям, державним компаніям і корпораціям, акціонерним товариствам, фінансовим установам, підприємствам портової діяльності, енергетичним і кооперативним компаніям, а також Резервному банку Індії та іншим банкам і фінансовим інститутам.

В Україні надання державних гарантій на здійснення капітальних видатків у бюджетній сфері (понад обсяги встановлених бюджетних призначень) знижуватиме ступінь прозорості й передбачуваності бюджетних операцій, стане чинником додаткового зростання бюджетного дефіциту та порушуватиме право вищого законодавчого органу країни затверджувати державний бюджет.

Поширення такої практики означало, що поряд із закладеним у Державному бюджеті України 2013 р. дефіцитом у сумі 50,4 млрд грн формувався прихований дефіцит у сумі надання гарантій бюджетним установам. Такий дефіцит поставив під сумнів можливість залучення кредиту МВФ для підтримки платіжного балансу України і звужив простір для бюджетної політики у наступні роки: видатки на погашення й обслуговування гарантованих кредитів включатимуться у кошториси бюджетних установ, що впливатиме на величину видатків бюджету і, відповідно, дефіциту Державного бюджету України у період погашення накопичених боргів.

Для гарантування довгострокової стабільності державних фінансів України політика управління державним боргом та умовними зобов'язаннями держави може ґрунтуватися на використанні обмежувальних інструментів, таких як граничні обсяги надання гарантій урядом за кредитами підприємствам. Граничні обсяги (ліміти) можуть встановлюватися як на суму гарантованого боргу, так і на суму нових гарантій, що надаються у певний період часу.

Законопроектом «Про внесення змін до Бюджетного кодексу України щодо надання державних гарантій», схваленим на засіданні уряду 9 жовтня 2013 р., планувалося доповнити ст. 18 положенням такого змісту: «Граничний обсяг надання державних гарантій не може перевищувати 5% доходів загального фонду держбюджету». Однак законопроектом передбачалося, що це положення буде введено в дію лише з 2016 р.

На наш погляд, ураховуючи обсяг накопиченого гарантованого боргу та високі фіскальні ризики державних гарантій, обмеження щорічного надання державних гарантій сумою, еквівалентною 5 % доходів загального фонду державного бюджету, слід ввести в дію найближчим часом.

Для підвищення ефективності інструментарію державних гарантій вкрай важливе значення має формування системи підзвітності, підконтрольності й прозорості державних гарантій за кредитами.

У міжнародній практиці широко використовуються запобіжні заходи, що дають можливість зменшити прихильність державних органів і ринкових суб'єктів до державних гарантій серед арсеналу методів економічної політики та змушують їх проводити ретельний аналіз вигід і витрат надання/отримання державних гарантій:

- розподіл ризиків між урядом і приватними суб'єктами – реципієнтами державної допомоги шляхом запровадження часткових гарантій,
- удосконалення інституційної структури управління гарантованими зобов'язаннями уряду,
- становлення адекватної системи моніторингу, обліку і звітності щодо надання державних гарантій та сформованих гарантованих зобов'язань уряду.

Важливою проблемою, що потребує вирішення найближчим часом, є розподіл ризиків між сторонами кредитної угоди і створення умов для адекватної оцінки ризиків інвестиційного проекту кредитором і позичальником. З теорії відомо: якщо державна гарантія повністю покриває



кредитні зобов'язання позичальника, кредитор має менше стимулів для належної оцінки кредитних ризиків. Недостатність стимулів для такої оцінки та мінімізації ризику неплатежів за кредитною угодою заохочує кредиторів до укладення ризикових угод, що веде до накопичення на балансі уряду високоризикових гарантій.

На противагу цьому гарантування державою лише частини зобов'язань боржника і розподіл у такий спосіб кредитних ризиків між урядом, кредитором і позичальником сприяло б зменшенню гостроти проблем морального ризику і забезпеченню повернення кредитних ресурсів позичальниками. Міжнародний досвід свідчить про те, що встановлення верхньої межі відповідальності уряду при настанні гарантійного випадку на рівні 70–80% суми кредиту є прийнятним засобом мінімізації фінансових ризиків для держави.

З огляду на викладене вважаємо за необхідне доповнити п. 2 ст. 17 Бюджетного кодексу України таким абзацом: «Державні гарантії для забезпечення повного виконання боргових зобов'язань суб'єктів господарювання надаються лише за позиками від міжнародних фінансових організацій. Державна гарантія для забезпечення часткового виконання боргових зобов'язань суб'єктів господарювання надається у обсязі, що не перевищує 80% від обсягу платежів за ними».

Провідні фахівці з питань фіскального менеджменту Н. Будіна і М. Петрі показали, що на готовність уряду видавати державні гарантії може вплинути обов'язкова класифікація всіх гарантій на:

- 1) гарантії з низьким ризиком дефолту;
- 2) гарантії з середнім ризиком дефолту;
- 3) гарантії з високим ризиком дефолту.

Причому віднесення до певної групи має здійснюватися на основі не довільних трактувань, а історичних даних щодо ступеня виконання гарантованих зобов'язань цим позичальником, щодо поточних ринкових котирувань інших зобов'язань цього позичальника чи на основі розрахунків за методом «ціноутворення опціонів»<sup>338</sup>.

Н. Будіна і М. Петрі у роботі «Управління і контролювання фіскальних ризиків» зазначають, що уряди часто надають переваги державним гарантіям над іншими методами державної підтримки (навіть коли такі методи є більш ефективними), з огляду на «безкоштовний»

<sup>338</sup> *Budina N. Managing and Controlling Fiscal Risks / N. Budina, M. Petrie // Public Financial Management and Its Emerging Architecture; ed. by M. Cangino, T. Curristine, M. Lazare. – Washington, D.C. : International Monetary Fund, 2013. – P. 175–204.*

характер державної гарантії у період її надання. Для запобігання цим викривленням науковці пропонують у процесі підготовки рішення про надання державної гарантії оцінювати її вплив на бюджети майбутніх періодів.

В умовах України, враховуючи взаємопов'язаність державних гарантій з борговими проблемами держави, при підготовці рішення про надання державної гарантії Фінансово-кредитній раді доцільно було б готувати інформаційно-аналітичні матеріали щодо:

- сумарних витрат на погашення і обслуговування державного боргу України у період погашення кредиту, що гарантується урядом;
- можливих витрат на виконання гарантованих зобов'язань держави за раніше наданими гарантіями в цьому ж періоді;
- ймовірних бюджетних витрат на виконання зобов'язань за гарантією, яка підлягає затвердженню.

Прийняття виважених державних рішень щодо надання гарантій уряду має спиратися на наявність детальної інформації щодо очікуваних результатів від реалізації визначених програм/проектів та потенційних фінансових витрат держави при настанні гарантійних випадків.

Згідно зі стандартами МВФ обов'язковий мінімум інформації, що підлягає розкриттю за кожною гарантією держави або програмою державних гарантій, включає:

- короткий опис сутності гарантії, передбачуваної мети, бенефіціарів і очікуваного терміну дії;
- оцінку ймовірних бюджетних витрат, пов'язаних з виконанням гарантованих зобов'язань;
- можливості будь-яких виплат, відшкодувань або приросту вимог уряду до реципієнтів державних гарантій у разі пред'явлення гарантій до оплати;
- фактичні виплати за гарантіями у звітному періоді, виникнення фінансових вимог уряду до бенефіціарів гарантій і в разі будь-яких відмов уряду від таких вимог;
- комісії за надання гарантій або інші отримані доходи за гарантіями.

Крім того, у бюджетних документах на регулярній основі повинна відображатися така інформація:

- платежі уряду за індивідуальними гарантіями та програмами державних гарантій, здійснені в останні два роки;
- заплановані в бюджеті асигнування на задоволення очікуваних вимог за гарантіями;

- прогноз і пояснення щодо нових гарантій, які будуть надаватися в наступному бюджетному році<sup>339</sup>.

У світовій практиці все більша кількість країн усвідомлюють необхідність обліку гарантованих зобов'язань держави й оцінки їхнього потенційного впливу на стан державних фінансів. Так, у Індії передбачено оприлюднення очевидних умовних зобов'язань уряду в звітах про виконання бюджету, а також всіх потенційних вимог до уряду і взятих ним зобов'язань, що потенційно можуть впливати на величину видатків бюджету. У Португалії Державне казначейство проводить моніторинг очевидних умовних зобов'язань і періодично готує звіти щодо їхнього загального обсягу. Низка країн, включаючи США, Бразилію, Чехію, Пакистан, Південну Африку, готують звіти щодо державних гарантій та інших умовних зобов'язань у складі щорічних звітів про виконання бюджету.

В Україні до складу бюджетних звітів також доцільно включати дані щодо нових гарантій, виданих за звітний період, виплати, здійснені за діючими гарантіями, статус вимог уряду до бенефіціарів гарантій, прогнози надання нових гарантій у поточному бюджетному році і оцінки витрат бюджету на виконання вимог кредиторів за наданими гарантіями упродовж наступних років.

Таким чином, ключовим елементом зваженої політики надання державних гарантій є її прозорість, яка дає можливість повною мірою враховувати наявні фіскальні ризики і потенційні фінансові витрати для уряду. Наявність адекватної системи обліку державних гарантій та їхнє відображення у фінансовій звітності уряду дають змогу оцінювати потенційні фіскальні ризики державних гарантій і ще на етапі підготовки рішення про їхнє надання ретельно прораховувати всі здобутки і витрати підтримки державою відповідних проектів.

---

<sup>339</sup> Government Guarantees and Fiscal Risk // International Monetary Fund. – 2005. – 1 Apr. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org>.

## ВИСНОВКИ ДО РОЗДІЛУ 7

За результатами проведеного дослідження економічно безпечний рівень державного боргу для України становить до 40% ВВП. Саме такий рівень гарантує зниження вразливості державних фінансів до впливу зовнішніх шоків, зменшення витрат на обслуговування боргу і розширення фінансових можливостей держави у майбутньому, зниження ризиків ліквідності і платоспроможності держави, можливість використання бюджетно-податкової політики з антициклічною метою. Для утримання економічно безпечного рівня державного боргу варто внести зміни до ст. 18, ч. 2 Бюджетного кодексу України щодо скорочення боргового ліміту до рівня 40 % ВВП і поширення його на всі рівні державного управління, включаючи місцеві борги.

Основним способом зменшення потреб держави у залученні позичкових коштів і стримування небезпечного зростання державного боргу України є зниження обсягу дефіциту державного бюджету і дефіциту сектору загального державного управління.

Для визначення орієнтирів у сфері бюджетно-податкової політики в міжнародній практиці часто оперують показником структурного первинного балансу загального уряду. Цей баланс відображає фіскальну позицію уряду, «очищену» від впливу макроекономічних тенденцій, тобто вказує на різницю між доходами і видатками бюджету, що формується як результат рішень у сфері податкової і бюджетної політики держави.

Для України отримано величину первинного структурного дефіциту загального уряду, який стабілізує поточний рівень державного боргу відносно ВВП – 0,8 % ВВП. Для порівняння: в 2013 р. величина первинного структурного дефіциту загального уряду становила 1,6 % ВВП. Тобто утримання державного боргу України на сталому рівні потребує суттєвого скорочення структурного дефіциту загального уряду.

Досягнення цільового показника первинного структурного балансу має спиратися на впровадження середньострокового плану бюджетної консолідації, стрижневим елементом якого є скорочення видатків споживчого спрямування. При цьому заходи бюджетно-податкового коригування повинні бути інтегровані до загальної системи заходів макроекономічної політики держави, що націлюється на досягнення певних темпів економічного зростання, інфляції та показників платіжного балансу. Необхідні зважена оцінка пріоритетів бюджетної політики і глибока структурна перебудова, що забезпечить ефективне співвідношення

затрат на оплату праці, експлуатаційних та інвестиційних витрат. Скасування неперіоритетних програм і напрямів витрачання державних коштів сприятиме підтриманню ефективності діяльності держави в інших сферах.

Утримання економічно безпечного розміру державного боргу і дефіциту державного бюджету дають змогу досягти: підвищення ступеня довіри економічних суб'єктів до державної політики; створення надійних середньострокових орієнтирів у сфері бюджетної політики; запобігання «короткозорості» бюджетної політики і коригування стимулів до надмірного витрачання бюджетних коштів; гарантування боргової стійкості й недопущення фінансової дестабілізації в країні.

Обґрунтовано пропозиції щодо вдосконалення політики внутрішніх державних запозичень з метою зменшення валютних ризиків державного боргу та досягнення прийнятної вартості обслуговування внутрішнього боргу:

1. Підвищення ліквідності державних цінних паперів шляхом:
  - а) проведення регулярних емісій ОВДП з еталонними термінами погашення (6, 12 місяців, 2 і 3 роки), що дасть можливість створити контрольну криву дохідності, підвищити ліквідність ринку і попит інвесторів на державні цінні папери;
  - б) покладення на первинних дилерів обов'язків щодо підтримання двосторонніх котирувань державних облігацій на вторинному ринку і виконання ними функцій маркет-мейкерів для визначеного переліку ОВДП.
2. Вдосконалення інструментарію внутрішніх державних запозичень шляхом:
  - а) запровадження облігацій з прив'язкою до темпів інфляції, що допоможе знизити інфляційні ризики для інвесторів у державні цінні папери і витрат на обслуговування довгострокових інструментів для держави;
  - б) розвитку внутрішнього ринку гривневих позик і зменшення позичкових операцій у сегменті валютних ОВДП та ОВДП, індексованих до обмінного курсу, що є конкуруючими інструментами для гривневих ОВДП і посилюють вразливість державного бюджету до впливу зовнішніх шоків.

У світовій практиці державні гарантії є інструментом зниження кредитних ризиків і здешевлення вартості кредитного фінансування для самоокупних інвестиційних проектів загальнонаціонального значення.

Політика державних гарантій скеровується на коригування стимулів ринкових агентів, які призводять до недофінансування великих інвестиційних проектів загальнонаціонального значення внаслідок впливу таких чинників: тривалого терміну окупності, масштабності початкових вкладень, високого ступеня ризику.

Тобто в міжнародній практиці надання державних гарантій часто обґрунтовується необхідністю усунення державою провалів ринку, які спричиняють недофінансування великих інвестиційних проектів загальнонаціонального значення. Водночас визнається, що надмірне чи неправильно оформлене втручання держави в дію ринкових механізмів може призвести до провалів держави.

Аналіз положень фінансової теорії та міжнародного досвіду вказує на те, що державні гарантії (як один із видів умовних зобов'язань держави) породжують такі специфічні проблеми у сфері управління державними фінансами:

- непевність впливу гарантованих зобов'язань на видатки бюджету знижує достовірність бюджетного планування і може породжувати неочікувані потреби у бюджетних ресурсах;
- «моральний ризик» у поведінці банків-кредиторів і позичальників – реципієнтів державних гарантій, а також відсутність строгих бюджетних процедур контролю за обґрунтованістю і доцільністю відповідних витрат, можуть вести до невиправданого витрачання бюджетних коштів;
- надання державних гарантій у багатьох випадках мотивується можливістю уникнути адекватного відображення відповідних витрат у бюджеті (вартість рішення про надання державної гарантії стає очевидною лише у період виконання кредитних зобов'язань); такий стан справ породжує значні ризики для стабільності державних фінансів у тривалій перспективі.

З метою гарантування довгострокової стабільності державних фінансів України політика управління гарантованими зобов'язаннями держави має ґрунтуватися на використанні обмежуючих інструментів, таких як граничні обсяги надання гарантій урядом за кредитами підприємствам. На наш погляд, ураховуючи обсяг накопиченого гарантованого боргу та високі фіскальні ризики державних гарантій, опрацьований законопроект щодо обмеження щорічного надання державних гарантій сумою, еквівалентною 5% доходів загального фонду державного бюджету, має бути введений у дію, починаючи з 2014 р.

Для нівелювання проблеми морального ризику у взаємовідносинах між кредиторами, позичальниками і державою вважаємо також за необхідне доповнити п. 2 ст. 17 Бюджетного кодексу України таким абзацом: «Державні гарантії для забезпечення повного виконання боргових зобов'язань суб'єктів господарювання надаються лише за позиками від міжнародних фінансових організацій. Державна гарантія для забезпечення часткового виконання боргових зобов'язань суб'єктів господарювання надається у обсязі, що не перевищує 80 % від обсягу платежів за ними».

Крім того, в Україні, враховуючи взаємопов'язаність державних гарантій з борговими проблемами держави, при підготовці рішення про надання державної гарантії Фінансово-кредитній раді доцільно готувати інформаційно-аналітичні матеріали щодо:

- сумарних витрат на погашення й обслуговування державного боргу України у період погашення кредиту, що гарантується урядом;
- можливих витрат на виконання гарантованих зобов'язань держави за раніше наданими гарантіями у цьому ж періоді;
- ймовірних бюджетних витрат на виконання зобов'язань за гарантією, яка підлягає затвердженню.

В Україні до складу бюджетних звітів слід включати дані щодо нових гарантій, виданих за звітний період, виплат, здійснених за чинними гарантіями, статусу вимог уряду до бенефіціарів гарантій, прогнозів надання нових гарантій у поточному бюджетному році і оцінок витрат бюджету на виконання вимог кредиторів за наданими гарантіями упродовж наступних років.

Таким чином, важливими завданнями у сфері управління державним і гарантованим державою боргом є формування системи підзвітності, підконтрольності й транспарентності державних гарантій за кредитами, обмеження сфери дії цих гарантій потенційно самоокупними інвестиційними проектами загальнодержавного значення, а також застосування механізму часткових гарантій.

Одним зі стратегічних напрямів фінансової та боргової політики держави є відновлення кредитної співпраці з МВФ та активізація співробітництва з іншими МФО з метою спрямування їхнього фінансового та інноваційного потенціалу на розв'язання актуальних проблем соціально-економічного розвитку.

Попри випадки неефективності такого співробітництва у деяких країнах, воно є визначальним для зменшення негативних очікувань

суб'єктів фінансового ринку та формування іміджу України як надійного позичальника. Зокрема, припинення співробітництва з МВФ неодноразово призводило до ускладнення залучення зовнішніх запозичень та було причиною зниження кредитних рейтингів України, що є головним орієнтиром для потенційних інвесторів. Крім того, на сьогодні, на жаль, жодне з наявних альтернативних джерел залучення зовнішніх ресурсів (насамперед це ОЗДП) не є обґрунтованим або не має цільового призначення щодо поповнення валютних резервів України, підтримки бюджету та платіжного балансу.

Загалом стратегія співробітництва нашої держави з МФО має будуватись на основі найефективнішого використання переваг і можливостей, що надає членство у цих організаціях, передусім МВФ, інституціях Світового банку, Європейського банку реконструкції та розвитку, Європейського інвестиційного банку, а також Чорноморського банку торгівлі і розвитку.

Найактуальнішими напрямками підвищення ефективності співробітництва України з МФО, на наш погляд, є такі:

- узгодження пріоритетів діяльності уряду і стратегічних положень програм соціально-економічного розвитку країни зі стратегією допомоги Україні, яка готується Світовим банком, Меморандумом економічної політики уряду, що формується МВФ, та стратегією ЄБРР в Україні;
- оптимізація обсягів використання позик МФО в межах реалізації схвалених урядом державних цільових програм з урахуванням оцінки ефективності їхнього залучення і можливостей фінансування за рахунок коштів Державного бюджету України;
- посилення ролі Української Сторони в процесах підготовки та реалізації проектів, зокрема на стадії їх ініціювання органами державної влади та погодження Стратегій партнерства Світового банку з Україною, стратегій ЄБРР в Україні та інших програмних документів МФО;
- узгодження кредитних програм співробітництва України з МФО із середньостроковою стратегією управління державним боргом України;
- повніше використання потенціалу БАГІ, МФК, МАР, ЧБТР і ЄІБ з метою вирішення актуальних проблем інституційного характеру та фінансового забезпечення перспективних інвестиційних проектів у приватному секторі економіки;



- 
- удосконалення механізмів взаємодії між органами державної влади у сфері співробітництва з МФО, відповідальними виконавцями проектів і бенефіціарами фінансових ресурсів МФО;
  - посилення відповідальності позичальників за своєчасне та цільове використання кредитних ресурсів МФО.

**Боргова стійкість** (debt sustainability), або стійкість державного боргу – спроможність держави виконувати власні боргові зобов'язання, як поточні, так і майбутні, вчасно й у повному обсязі, уникаючи реструктуризації боргу, накопичення заборгованості за платежами і не вдаючись до значного коригування балансу доходів і витрат держави. Досить поширеною є й така точка зору: державний борг стійкий, якщо первинний баланс бюджету, необхідний для стабілізації рівня державного боргу за базовим сценарієм і при виникненні шоківих ситуацій, є досяжним з урахуванням політичних та економічних обмежень країни; при цьому розмір державного боргу має гарантувати утримання ризиків рефінансування боргу на мінімальному рівні і не створювати загроз для прогнозованих темпів зростання економіки.

Боргова стійкість унеможливає будь-яку з наведених ситуацій: необхідність реструктуризації боргу урядом; накопичення позичальником боргів швидше, ніж зростає його спроможність обслуговувати ці борги; перевищення позичальником меж своїх можливостей, коли він накопичує борги і знає, що їх обслуговування потребуватиме суттєвого скорочення витрат (навіть за незмінних зовнішніх умов).

**Бюджетні правила** (fiscal rules) – законодавчі або нормативні обмеження довгострокового характеру на бюджетно-податкову політику у формі кількісних лімітів на основні бюджетні агрегати. Такі ліміти відображаються у національному законодавстві чи міжнародних договорах і є обов'язковими для виконання органами державної влади. Найбільш поширеними серед бюджетних правил є боргові правила, які встановлюють чіткий ліміт або цільовий рівень державного боргу відносно ВВП. Правила бюджетного дефіциту обмежують загальний баланс бюджету, структурний або циклічно скоригований дефіцит бюджету чи баланс бюджету за економічний цикл.

**Валовий внутрішній продукт** (ВВП, GDP – gross domestic product) – узагальнюючий показник економічного розвитку держави, який відображає кінцеві результати виробничої діяльності резидентів країни, що виробляють товари та послуги за певний період часу.

ВВП містить первинні доходи, що створюються учасниками виробництва та розподіляються між ними. Особливістю ВВП є те, що він охоплює вартість тільки тих товарів і послуг, які вироблені на території цієї країни. У складі ВВП не враховуються первинні доходи, зароблені резидентами в інших країнах і нерезидентами в цій країні. Показник ВВП характеризує можливість економіки забезпечувати добробут су-

пільства в трьох аспектах: ефективності розподілу виробництва на продукти проміжного та кінцевого призначення; структури кінцевого попиту (споживання, нагромадження, зовнішньоторговельне сальдо); первинних доходів. ВВП є також основою вимірювання структури виробництва, міжнародних порівнянь якості життя тощо.

Державна служба статистики України розраховує ВВП як у фактичних цінах, так і в цінах попереднього року, що дають змогу вилучити вплив цінового фактора на зміну обсягу ВВП і визначити темпи зростання (падіння) його фізичного обсягу. Для оцінки впливу на величину ВВП цінового фактора обчислюються індекси-дефлятори ВВП.

Для підрахунку ВВП використовуються три методи: виробничий; розподільчий (за доходами); кінцевого використання (за витратами). Виробничим методом обчислюється обсяг ВВП на стадії виробництва. Це основний метод визначення обсягу ВВП в Україні. Сума валових доданих вартостей галузей (видів економічної діяльності) і чистих податків на продукти та імпорт дає обсяг ВВП. Відповідно до розподільчого методу ВВП розраховується на стадії утворення доходів і визначається як сума доходів: оплата праці найманих працівників; податки на виробництво та імпорт; субсидії (-); прибуток та аналогічні доходи і змішаний дохід. На стадії кінцевого використання виробленого продукту ВВП розраховують методом кінцевого використання як суму кінцевих споживчих витрат домогосподарств та некомерційних організацій, що обслуговують домашні господарства і сектор загального державного управління; валового нагромадження основного капіталу, зміни запасів матеріальних оборотних коштів, придбання, за винятком вибуття цінностей; чистого експорту.

**Державний борг** (public debt, government debt) – фінансові зобов'язання уряду або сектору загального державного управління, що підлягають погашенню і обслуговуванню у встановлені терміни, зі сплатою визначеного доходу за користування позикою. У Бюджетному кодексі України державний борг визначається як загальна сума заборгованості держави, що складається з усіх випущених і непогашених боргових зобов'язань держави (Автономної Республіки Крим чи місцевого самоврядування), включаючи боргові зобов'язання держави, що набувають чинності в результаті виданих гарантій за кредитами, або зобов'язань, що виникають на підставі законодавства або договору.

Державний борг поділяють на внутрішній та зовнішній, прямий і умовний. *Зовнішній державний борг* – сума накопичених фінансових зобов'язань держави перед нерезидентами щодо повернення залучених коштів, отриманих на умовах строковості, зворотності та платності. Заборгованість перед внутрішніми кредиторами формує *внутрішній державний борг*.

*Прямий державний борг* утворюється в результаті безпосереднього використання урядом запозичених коштів (як правило, такі кошти надходять до державного бюджету). *Умовний державний борг* виникає внаслідок надходження кредитних ресурсів у розпорядження суб'єктів господарювання (фінансових установ), наданих під

гарантії держави; уряд несе відповідальність за погашення основної суми боргу і сплату накопичених відсотків у разі неплатоспроможності позичальника.

**Дефіцит державного бюджету** (budget deficit) – сума перевищення видатків бюджету над його доходами. Дефіцит бюджету зумовлюється дією як фундаментальних постійних чинників (активною участю держави в економіці, надмірним взяттям соціальних зобов'язань за неможливості мобілізувати достатній рівень надходжень до бюджету), так і тимчасових факторів. До останніх слід віднести: циклічний спад виробництва і звуження на цій основі податкової бази; збільшення державних видатків у передвиборний період (вплив стадії політичного циклу на розмір бюджетного дефіциту); трансформацію соціально-економічної системи і зменшення бюджетних доходів в умовах суттєвого спаду виробництва; зростання видатків на оборону в милітаризованій економіці чи в період воєнних дій; впровадження податкової реформи, націленої на зниження податкового навантаження й активізацію економічної діяльності.

**Дефолт** (default) – відмова держави від обслуговування власних боргових зобов'язань. Для позичальника оголошення дефолту супроводжується такими втратами: заморожування майна держави-боржника за кордоном (золотовалютних резервів, будівель та рухомого майна державних установ тощо); введення ембарго на торгівлю з суб'єктами господарювання цієї країни (застосування торговельних санкцій, обмежень і заборон на експорт); затримка перерахування експортної виручки іноземними банками; закриття доступу до міжнародного ринку позичкових капіталів.

**Імітаційне моделювання** (simulation modeling) – процес моделювання, націлений на відтворення поведінки досліджуваної системи на підставі результатів аналізу найсуттєвіших взаємозв'язків між її елементами шляхом розроблення симулятора досліджуваної предметної області для проведення різних експериментів. У ході імітаційного моделювання система, що вивчається, замінюється моделлю, котра з достатньою точністю описує реальну систему. На наступному етапі дослідження для отримання необхідної інформації про економічну чи фінансову систему проводяться спеціальні експерименти – імітуються різні ситуації.

Особливості застосування методу імітаційного моделювання такі:

- 1) імітаційне моделювання дає змогу досліджувати внутрішні взаємодії у складних системах або підсистемах, а також експериментувати з ними;
- 2) моделюючи інформаційні, організаційні впливи і впливи зовнішнього середовища, можна оцінити їхні ефекти стосовно поведінки (функціонування) системи;
- 3) на основі знань, отриманих під час проектування імітаційної моделі, можна визначити способи вдосконалення системи, що моделюється;
- 4) змінюючи вхідні дані під час моделювання і спостерігаючи за вихідними даними, можна виявити, які змінні найбільш важливі та як вони взаємодіють;
- 5) імітаційне моделювання можна використовувати для проведення експериментів із новими проектами або стратегіями їхнього упровадження, щоб заздалегідь спрогнозувати результати.

На відміну від інших видів моделювання, імітаційне моделювання враховує зміну властивостей об'єктів у часі, тобто імітаційні моделі – динамічні.

**Кредитоспроможність (creditworthiness)** – здатність позичальника одержати кредит і повернути його. Кредитоспроможність позичальника оцінюється за показниками, що характеризують його здатність своєчасно розраховуватися за раніше одержаними кредитами, його поточне фінансове становище, спроможність у разі потреби мобілізувати кошти з різних джерел і забезпечити оперативну конверсію активів у ліквідні кошти.

Українські банки розробляють власні внутрішні положення та методики аналізу кредитоспроможності позичальника, в основу яких зазвичай покладено методичні рекомендації Національного банку України щодо оцінювання банками кредитоспроможності та фінансової стабільності позичальника. Банки самостійно встановлюють нормативи та відповідні бали для кожного показника залежно від його вагомості (значимості) серед інших показників, що можуть свідчити про найбільшу ймовірність виконання позичальником (контрагентом банку) зобов'язань за кредитними операціями.

**Місцевий борг (local government debt)** – загальна сума заборгованості Автономної Республіки Крим чи територіальної громади міста, що складається з усіх випущених і непогашених боргових зобов'язань, включаючи боргові зобов'язання, що набувають чинності в результаті наданих гарантій за кредитами, або зобов'язань, які виникають на підставі законодавства чи договору. В Україні місцевий борг формується головним чином унаслідок здійснення муніципальних запозичень, загальна заборгованість за якими останніми роками швидко зростає. Такі запозичення можуть проводитися шляхом випуску облігацій внутрішніх місцевих позик або на основі укладення угод про отримання позик, кредитів, кредитних ліній у фінансових установах.

Вітчизняний ринок місцевих запозичень характеризується низьким рівнем розвитку, що спричинено недосконалістю чинної нормативної бази; низьким ступенем фіскальної автономії органів місцевого самоврядування та браком досвіду управління місцевим боргом; наявністю значних фінансових ризиків; відсутністю гарантій для кредиторів щодо повернення вкладених коштів.

У зарубіжних країнах поширеною формою муніципальних запозичень є випуск облігацій двох типів: загальних і прибуткових. Облігації загального боргу – безумовні облігації, що гарантуються органами місцевого самоврядування та забезпечуються власними податковими надходженнями. Виплата процентів за цими облігаціями, а також їхнє погашення відбуваються за рахунок справляння місцевих податків і зборів. Надходження від прибуткових облігацій спрямовуються на будівництво платних доріг, мостів, муніципальних гаражів, житлових будинків тощо. Погашення таких облігацій здійснюється за рахунок доходів із тих проектів, для фінансування яких вони випущені.

**Облігації внутрішніх державних позик (ОВДП) України (domestic bonds of Ukrainian government)** – державні цінні папери, що розміщуються на внутрішньому фондовому ринку і підтверджують зобов'язання уряду України, пов'язані з відшкодуванням

пред'явникам цих облігацій їхньої номінальної вартості та з виплатою доходу відповідно до умов розміщення облігацій.

Обсяги емісії ОВДП регулюються законом України про Державний бюджет України на відповідний рік. Рішення про випуск державних облігацій внутрішньої позики приймає Кабінет Міністрів України, місцевих позик — місцеві ради. Національний банк України виконує операції з обслуговування державного боргу, пов'язані з розміщенням облігацій внутрішніх державних позик України, їхнім погашенням і виплатою доходів за ними, а також провадить депозитарну діяльність щодо цих цінних паперів. Порядок проведення операцій, пов'язаних із розміщенням цих облігацій, встановлюється Національним банком України за погодженням з Міністерством фінансів України. Міністерство фінансів виступає від імені Кабінету Міністрів України гарантом своєчасного погашення державних облігацій.

Випуск облігацій внутрішньої державної позики в Україні розпочався з 1995 р. відповідно до постанови Кабінету Міністрів України від 23.08.1994 № 586. Упродовж періоду функціонування ОВДП мали форму цінних паперів на пред'явника. Валютою номінації ОВДП весь час була гривня, проте з 2011 р. розпочато випуск ОВДП з валютною прив'язкою та валютних ОВДП.

**Облігації зовнішніх державних позик (ОЗДП) України** (foreign bonds of Ukrainian government) – державні боргові цінні папери, що розміщуються на міжнародних фондових ринках і підтверджують зобов'язання України відшкодувати пред'явникам цих облігацій їхню номінальну вартість із виплатою доходу відповідно до умов випуску облігацій. Обсяги емісії ОЗДП встановлюються законом України про Державний бюджет України на відповідний рік. ОЗДП оплачуються виключно в конвертованій іноземній валюті відповідно до умов їхнього випуску. Розміщення, обслуговування та погашення облігацій зовнішніх державних позик України здійснює Міністерство фінансів України, яке може залучати для цього банки, інвестиційні компанії тощо. Відносини між Міністерством фінансів України і цими організаціями регулюються відповідними договорами.

**Оцінювання боргової стійкості** (debt sustainability analysis) – методично-практичний інструментарій, з допомогою якого встановлюються взаємозв'язки між обсягами і структурою державного запозичення, з одного боку, та нинішнім і майбутнім потенціалом країни (спроможністю уряду) обслуговувати накопичені борги – з другого. Оцінювання боргової стійкості у практичній площині полягає у визначенні граничних показників рівня державного боргу, його структури, обсягу боргових виплат і тестуванні бюджетно-податкової політики на предмет того, чи спричинить її майбутня динаміка перевищення граничного рівня державного боргу та показників обслуговування боргу.

Оцінювання боргової стійкості скеровується на оцінку майбутніх подій і має ймовірнісний характер. Якою мірою уряд буде в змозі обслуговувати свій борг, залежить і від рівня боргового навантаження, і від майбутньої динаміки дефіциту бю-

джету, структури фінансування дефіциту, розширення економічного й фінансового базису нації – ВВП, експорту, доходів бюджету. Прогнозування боргових показників ґрунтується на взаємопов'язаності боргової стійкості та економічних умов чи макроекономічної політики.

Оцінювання боргової стійкості дає змогу проводити моніторинг і здійснювати аналіз еволюції державного боргу при альтернативних допущеннях щодо макроекономічної ситуації у країні, реалізації впливу зовнішніх чинників і впровадженні певних рішень у бюджетно-податковій сфері. Результати такого оцінювання створюють підґрунтя для розроблення позичкової політики держави й узгодження потреб держави у фінансових ресурсах з її можливостями виконувати взяті на себе зобов'язання.

**Платіжний баланс** (balance of payments) – система показників, які характеризують співвідношення між сумою фактичних грошових надходжень із-за кордону та сумою платежів нерезидентам за певний період часу (рік, квартал, місяць). Платіжний баланс є кількісним і якісним відображенням масштабів, структури і характеру зовнішньоекономічних операцій країни та її участі у світовому господарстві. Якщо грошові надходження від нерезидентів перевищують платежі, платіжний баланс є активним, якщо сума платежів більша від надходжень – пасивним.

Платіжний баланс країни складається як статистичний звіт, у якому в систематизованому вигляді представлено узагальнюючі дані про зовнішньоекономічні операції резидентів цієї країни з резидентами інших країн (нерезидентами) за певний період. Основні компоненти платіжного балансу групуються за рахунком поточних операцій та рахунком операцій з капіталом і фінансових операцій. Платіжний баланс складається щоквартально, на 75-й день після звітного періоду, і публікується в щоквартальному аналітично-статистичному виданні Національного банку України «Платіжний баланс і зовнішній борг України».

На підставі платіжного балансу здійснюється узагальнена оцінка економічного стану країни, ефективності системи її світогосподарських зв'язків і стійкості (вразливості) валютно-фінансової позиції країни. Розроблення й складання платіжного балансу базуються на єдиній методології Міжнародного валютного фонду (МВФ) і є обов'язковими для країн – членів МВФ.

**Регресійно-кореляційний аналіз** (regression and correlation analysis) – один із методів економіко-математичного моделювання, мета якого полягає в тому, щоб знайти математичний вираз, що відображає зв'язок досліджуваного показника і факторів, які його визначають. Регресійний аналіз передбачає вирішення двох завдань. Перше полягає у виборі незалежних змінних, які суттєво впливають на залежну величину, та визначенні форми рівняння регресії. Це завдання вирішується шляхом аналізу досліджуваного взаємозв'язку по суті. Друге завдання – оцінювання параметрів – розв'язується за допомогою того чи іншого статистичного методу обробки даних спостереження.

Регресійні моделі бувають одно- і багатofакторними. Оцінювання коефіцієнтів моделі найчастіше здійснюється за методом найменших квадратів, суть якого поля-

гає в мінімізації суми квадратичних відхилень між величинами, що спостерігаються, та відповідними оцінками (розрахунковими величинами), обчисленими за дібраним рівнянням зв'язку.

**Стрес-тест (stress-test)** – економіко-математичний тест, що встановлює наслідки альтернативних подій у сферах макроекономіки, фінансових ринків та у галузі економічної політики для динаміки цільових показників і використовується з метою перевірки їхньої чутливості до впливу певних подій у межах середньострокових сценаріїв. Нині стрес-тести широко застосовуються для вивчення стану фінансової системи і перспектив розвитку системи як у цілому, так і в розрізі її окремих складових. У минулому, на початковій стадії апробації, стрес-тести слугували лише засобом оцінювання обсягу і складу портфелів фінансових установ залежно від впливу різноманітних чинників.

Нині стрес-тестування використовується як один з методів оцінки чутливості фінансової позиції уряду, обсягу боргових зобов'язань держави та розміру боргових виплат до впливу «виняткових, але правдоподібних» потрясінь. Стрес-тести динаміки державного боргу в межах макроекономічних сценаріїв дають змогу поєднати перспективні макроекономічні прогнози з оцінкою чутливості державного боргу (його загального обсягу, структурних складових, боргових виплат) до вірогідних потрясінь у економіці й фінансовій сфері.

У процесі проведення стрес-тестів виокремлюють такі основні етапи:

- 1) виявлення основних сфер уразливості у сферах макроекономіки, фінансів, обсягів і складу державного боргу;
- 2) розроблення сценаріїв стрес-тестування;
- 3) обчислення впливу базових допущень сценарію на боргові показники на основі економіко-математичної моделі;
- 4) урахування можливого впливу вторинних ефектів на стан державного боргу і величину боргових виплат;
- 5) змістовна інтерпретація результатів стрес-тестів.

**Структурний дефіцит (structural deficit)** – розрахункова величина перевищення видатків бюджету над його доходами для економіки з природним рівнем зайнятості, в якій діють розміри податкових ставок і соціальних допомог, обумовлені чинним законодавством. *Циклічний дефіцит* відображає зміни в рівнях доходів чи видатків бюджету, зумовлені коливаннями економічної кон'юнктури. Розмір циклічного дефіциту бюджету обчислюється як різниця між структурним і фактичним дефіцитом.

Структурний дефіцит бюджету призначений для оцінювання фіскальної позиції уряду, «очищеної» від впливу макроекономічних тенденцій. Обчислення структурного дефіциту бюджету неможливе без оцінки величини циклічно скоригованих доходів і видатків бюджету, які проводяться на основі допущення про досягнення в економіці природного рівня зайнятості або потенційного обсягу ВВП.



## СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. *Abiad A.* Primary Surpluses and Sustainable Debt Levels in Emerging Market Countries / A. Abiad, J. Ostry // IMF Policy Discussion Paper. – 2005. – PDP/05/06. – P. 1–24;
2. *Abiad A.* What Have We Learned about Creditless Recoveries? / A. Abiad, G. Dell’Ariccia, B. Li // Financial Crises, Consequences, and Policy Responses / S. Claessens, M. A. Kose, L. Laeven, F. Valencia. – 2013.
3. *Aizenman J.* De Facto Fiscal Space and Fiscal Stimulus: Definition and Assessment / J. Aizenman, Y. Jinjarik // NBER Working Paper. – 2010. – № 16539. – P. 1–28.
4. *Akyüz Y.* Debt Sustainability in Emerging Markets: A Critical Appraisal / Y. Akyüz // DESA Working Paper. – 2007. – № 61. – 26 p.
5. *Alesina A.* Large Changes in Fiscal Policy: Taxes versus Spending / A. Alesina, S. Ardagna // Tax Policy and the Economy. – 2010. – Vol. 24. – P. 35–68.
6. *Alesina A.* The Output Effect of Fiscal Consolidation / A. Alesina, C. Favero, F. Giavazzi // Paper is Part of the Growth and Sustainability Policies for Europe (GRASP) Project (№ 244725) Funded by the European Commission’s 7<sup>th</sup> Framework Program. – 2012. – Aug. – P. 1–53.
7. Annual Report 2012 / European Investment Fund [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.eif.org/news\\_centre/publications/eif\\_annual\\_report\\_2012.pdf](http://www.eif.org/news_centre/publications/eif_annual_report_2012.pdf).
8. Annual Report 2012. Working Together to Support Global Recovery // International Monetary Fund [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2012/eng/pdf/ar12\\_eng.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2012/eng/pdf/ar12_eng.pdf).
9. Annual Report. Appendix I / IMF. – Wash., D.C. : IMF, 2012. – P. 6.
10. *Ardagna S.* Fiscal Discipline and the Cost of Public Debt Service: Some Estimations for OECD Countries / S. Ardagna, F. Caselli, T. Lane // ECB Working Paper. – 2004. – № 411. – P. 3–36.
11. Assessing Fiscal Stress / E. Baldacci, I. Petrova, N. Belhocine et al. // IMF Working Paper. – 2011. – WP/11/100. – 42 p.
12. *Baldacci E.* How Effective is Fiscal Policy Response in Systematic Banking Crisis / E. Baldacci, R. Gupta, C. Mulas-Granados // IMF Working Paper. – 2009. – WP/09/160. – 39 p.
13. *Baldacci E.* Restoring Debt Sustainability After Crisis: Implications for the Fiscal Mix / E. Baldacci, S. Gupta, C. Mulas-Granados // IMF Working Paper. – 2010. – WP/10/232. – 36 p.

14. *Bandt O., de.* Convergence of Fiscal Policies in the Euro Area / O. de Bandt, F. Mongelli // ECB Working Paper. – 2000. – № 20. – P. 5–28.
15. *Barnes S.* Europe's New Fiscal Rules / S. Barnes, D. Davidsson, L. Rawdonowicz // EOCED Economics Department Working Paper. – 2012. – № 972. – 28 p.
16. *Barro R.* Are Government Bonds Net Wealth? / R. Barro // Journal of Political Economy. – 1974. – Vol. 82(6). – P. 1095–1117.
17. *Barro R.* On the Determination of the Public Debt / R. Barro // Journal of Political Economy. – 1979. – Vol. 87(5). – P. 940–971.
18. Belgium Stability Programme (2009–2012) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://stabilityprogramme.be/en/Stability\\_program\\_2009\\_2012\\_Belgium\\_Cabinet\\_Finances\\_20100201\\_EN.pdf](http://stabilityprogramme.be/en/Stability_program_2009_2012_Belgium_Cabinet_Finances_20100201_EN.pdf).
19. Belgium Stability Programme (2012–2015) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://stabilityprogramme.be/en/Stability\\_Programme\\_Belgium\\_2012\\_2015\\_20120522\\_EN.pdf](http://stabilityprogramme.be/en/Stability_Programme_Belgium_2012_2015_20120522_EN.pdf).
20. *Bellman R. E.* Decision-Making in Fuzzy Environment / R. E. Bellman, L. A. Zadeh // Management Science. – 1970. – Vol. 17, № 4. – P. 141–160.
21. *Berben R.* The Impact of Government Debt on Private Consumption in OECD Countries / R. Berben, T. Brosens // Economic Letters. – 2007. – Vol. 94, is. 2. – P. 220–225.
22. *Bi H.* Sovereign Default Risk Premia, Fiscal Limits, and Fiscal Policy / H. Bi // European Economic Review. – 2012. – Vol. 56(3). – P. 389–410.
23. *Bohn H.* The Behavior of US Public Debt and Deficits / H. Bohn // Quarterly Journal of Economics. – 1998. – Vol. 113. – № 3. – P. 949–963.
24. *Boone P.* The European Crisis Deepens / P. Boone, S. Johnson // Institute for International Economics Policy Brief. – 2012. – PB12-4. – P. 6.
25. *Borensztein E.* The Costs of Sovereign Default / E. Borensztein, U. Panizza // IMF Staff Papers. – 2009. – Vol. 56, № 4. – P. 683–741.
26. BradyNet [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.bradynet.com](http://www.bradynet.com).
27. *Brei M.* Rescue Packages and Bank Lending / M. Brei, L. Gambacorta, G. von Peter // BIS Papers. – 2011. – № 357.
28. *Brixi H. P.* Government at Risk: Contingent Liabilities and Fiscal Risk / H. P. Brixi, A. Schick. – N. Y. : Oxford University Press, 2002. – 471 p.
29. *Buchanan J.* Public finance of democratic process / J. Buchanan [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.econlib.org/library/uchanan/buchCv4Contents.html>.
30. *Budina N.* Managing and Controlling Fiscal Risks / N. Budina, M. Petrie // Public Financial Management and Its Emerging Architecture ; ed. by M. Canguino, T. Curristine, M. Lazare. – Washington, D.C. : International Monetary Fund, 2013. – P. 175–204.
31. *Buiter W.* Maastricht's Fiscal Rules / W. Buiter, G. Corsetti, N. Roubini // Economic Policy. – 1993. – Vol. 8, № 1. – P. 60–75.
32. *Buti M.* Will the New Stability and Growth Pact Succeed? An Economic and Political Perspective / M. Buti // European Commission Economic Papers. – 2006. – № 241. – P. 16–17.

33. *Caselli F.* Fiscal Discipline and the Cost of Public Debt Service / F. Caselli, A. Giovannini, T. Lane // Some Estimates for OECD Countries IMF Working Paper. – 1998. – № 55 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.imf.org](http://www.imf.org).
34. *Cebotari A.* Contingent Liabilities: Issues and Practice / A. Cebotari // IMF Working Paper. – 2008. – № 245. – С. 45.
35. *Cecchetti S.* The Real Effects of Debt / S. Cecchetti, M. Mohantray, F. Zampolli // Symposium for Achieving Maximum Long-Run Growth Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 25-27 August 2011. – 33 p.
36. *Chindooroy R.* Company survival following rescue and restructuring state aid / R. Chindooroy, P. Muller, G. Notaro // European Journal of Law and Economics. – 2007. – № 24(2) – P. 178.
37. *Chowdhury A.* An Optimal Public-to-GDP Ratio? / A. Chowdhury, I. Islam // G-24 Policy Brief. – 2012. – № 65. – P. 1–4.
38. *Christiansen L.* What Role for Discretionary Fiscal Policy? A Discussion Anchored in the Stylized Facts of Past Consolidations / L. Christiansen, E. Perez Ruiz // IMF Mimeo [Електронний ресурс]. – Режим доступу: // [www.imf.org](http://www.imf.org).
39. *Claessens S.* What Happens During Recessions, Crunches and Busts? / S. Claessens, M. A. Kose, M. Terrones // Economic Policy. – 2009. – Vol. 60. – P. 653–700.
40. *Claessens S.* How do Business and Financial Cycles Interact? / S. Claessens, M. A. Kose, M. Terrones // Journal of International Economics. – 2012. – Vol. 87. – P. 178–190.
41. *Cobley M.* UK ready to back 40 infrastructure projects / M. Cobley // Financial news. – 2013. – 22 Oct. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.efinancialnews.com/story/2013-10-22/uk-unveils-40-infrastructure-projects-debt-guarantees>.
42. *Coenen G.* Fiscal Consolidation in the Euro Area: Long-Run Benefits and Short-Run Costs / G. Coenen, M. Mohr, R. Straub // ECB Working Paper. – 2008. – № 902. – P. 1–37.
43. Community framework for State aid for research and development // Official Journal of the European Union. – 2006 – С 323 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2006:323:0001:0026:en:PDF>.
44. Community guidelines on state aid for rescuing and restructuring firms in difficulty // Official Journal of the European Union. – 2004. – С 244 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2004:244:0002:0017:EN:PDF>.
45. Community guidelines on state aid to promote risk capital investments in small and medium-sized enterprises // Official Journal of the European Union. – 2006. – С 194 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:52006XC0818\(01\):EN:NOT](http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:52006XC0818(01):EN:NOT).
46. Consolidated versions of the Treaty on European Union and the Treaty on the Functioning of the European Union // Official Journal of the European Union. – 2010. – Vol. 53 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2010:083:FULL:EN:PDF>.

47. Continued Fiscal Tightening Is in Store for 2012, Particularly among Advanced Economies // IMF Fiscal Monitor. – Wash. (D.C.) : IMF, 2012 (Apr.). – P. 1–6.
48. Cottarelli C. Walking Hand in Hand: Fiscal Policy and Growth in Advanced Economies / C. Cottarelli, L. Jaramillo // IMF Working Paper. – 2012. – WP/12/12. – P. 1–38.
49. Crocket A. Market Liquidity and Financial Stability / A. Crocket // Financial Stability Review. – 2008. – Special Issue on Liquidity 11.
50. Current Domestic Fiscal Frameworks Across the EU // Public Finance in EMU. EC. – 2010. – P. 73–80.
51. Dato' Salleh Harun. The development of debt markets in Malaysia / Dato' Salleh Harun // The development of bond markets in emerging economies // BIS paper. – 2002. – № 11. – P. 147–150.
52. Davras Z. The Euro Crisis: Ten Roots, But Fewer Solutions / Z. Davras // Bruegel Policy Contribution. – 2012. – № 2012/17. – P. 1–14.
53. De Lucia C. The Eurozone: An Optimal Currency Area? / C. De Lucia // Conjoncture. – 2011. – March. – P. 10.
54. De Santis R. The Euro Area Sovereign Debt Crisis: Save Havens, Credit Rating Agencies and the Spread of the Fever from Greece, Ireland and Portugal / R. De Santis // ECB Working Paper. – 2012. – № 1419. – 61 p.
55. Dealing with High Debt in an Era of Low Growth / A. Abbas, B. Akitoby, J. Andritzky et al. // IMF European and Fiscal Affairs Departments Staff Discussion Note. – 2013. – Sept. – 41 p.
56. Declaration on Delivering Resources through the International Financial Institutions // G20 Information Centre. – 2009. – 2 Apr. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009delivery.html>.
57. Dell'Ariccia G. The Real Effect of Banking Crises / G. Dell'Ariccia, E. Detragiache, R. Rajan // Journal of Financial Intermediation. – 2008. – Vol. 17. – P. 89–112.
58. Domar E. The 'Burden of the Debt' and the National Income / E. Domar // American Economic Review. – 1944. – 34(4). – P. 798–827.
59. Dorrucchi E. European Integration: What Lessons for Other Regions? The Case of Latin America / E. Dorrucchi, S. Firpo // ECB Working Paper. – 2002. – № 185. – P. 5–50.
60. Eaton J. Public debt guarantees and private capital flight / J. Eaton // World Bank Economic Review. – 1997. – № 7. – P. 23–34.
61. Economic and Monetary Union. – Luxemburg : Office of Official Publications of European Communities, 1996. – 24 p.
62. Egert B. The 90 % Public Debt Threshold: The Rise and Fall of a Stylised Fact / B. Egert // OECD Economic Department Working Paper. – 2013. – № 1055. – 28 p.
63. Eichengreen B. Currency Mismatches, Debt Intolerance, and Original Sin: Why They Are Not the Same and Why It Matters / B. Eichengreen, R. Hausmann, U. Panizza // NBER Working Paper. – 2003. – № 10036. – 62 p.
64. e-Learning course on the Audit of Public Debt Module 3: Public Debt: Assessing Risk and Sustainability // UNITAR. – 2013 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.publicdebtdbt.net.org/export/sites/PDM/public/Learning/Audit\\_of\\_Public\\_Debt/Module\\_3.pdf](http://www.publicdebtdbt.net.org/export/sites/PDM/public/Learning/Audit_of_Public_Debt/Module_3.pdf).

65. *Elmendorf D. W.* Government Debt / D. W. Elmendorf, N. G. Mankiw // NBER Working Paper. – 1998. – № 6470.
66. Enhancing Financial Sector Surveillance In Low Income Countries (Lics)–Case Studies / International Monetary Fund. – 2012. – 16 Apr.
67. External debt statistics: guide for compilers and users. – Washington, D.C. : International Monetary Fund, 2003. – 309 p.
68. Extra consulting [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.consulting.colocall.com/mission.php>.
69. *Faccio M.* Political Connections and Corporate Bailouts / M. Faccio, R. Masulis, J. McConnell // Journal of Finance. – 2006. – Vol. 61, № 6. – P. 2597–2635.
70. Finance Statistics / Government [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/government\\_finance\\_statistics/data/main\\_tables](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/government_finance_statistics/data/main_tables).
71. Fiscal Exposures: Implications for Debt Management and the Role for SAIs / INTOSAI Public Debt Committee. – 2003. – Feb. – 48 p.
72. Fiscal Monitor: Fiscal Adjustment in an Uncertain World. – Washington, D.C. : International Monetary Fund, 2013. – Apr. – 83 p.
73. Fiscal Policy as a Countercyclical Tool // IMF World Economic Outlook. Ch. 5. – Wash., D.C. : IMF, 2008.
74. Fiscal Rules in Response to the Crisis – Toward the «Next-Generation» Rules. A New Dataset / A. Schaechter, T. Kinda, N. Budina, A. Weber // IMF Working Paper. – 2012. – WP/12/187. – 48 p.
75. Fiscal Rules, Independent Institutions and Medium-Term Budgetary Frameworks // EC Survey. – 2011. – 13 p.
76. Fiscal Space / J. Ostry, A. Ghosh, J. Kim, M. Qureshi // IMF Staff Position Note. – 2010. – SPN/10/11. – 24 p.
77. Fiscal Sustainability of Debt / Joint Ministerial Forum on Debt Sustainability // The World Bank. – 2009 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.development-finance.org/en/topics-of-work/debt-strategy-information/debt-sustainability/lic-and-mic-dsf/analysis-a-research.html>.
78. *Fischer J.* 101 Proposals to reform the Stability and Growth Pact. Why so Many? A Survey / J. Fischer, L. Jonung, M. Larch // European Commission Economic Papers. – 2006. – № 267. – P. 4–21.
79. *Foncerrada L.* Public debt sustainability: Notes on debt sustainability, development of a domestic government securities market and financial risks / L. Foncerrada // Analisis Economico. – 2010. – № 44. – Vol. XX. – P. 250–272.
80. *Frankel J.* Can Leading Indicators Assess Country Vulnerability? Evidence from the 2008–09 Global Financial Crisis / J. Frankel, G. Saravelos // Journal of International Economics. – 2012. – Vol. 87. – P. 216–231.
81. *Fratzscher M.* The Scapegoat Theory of Exchange Rates: The First Tests / M. Fratzscher, L. Sarno, G. Zinna // ECB Working Paper. – 2012. – № 1418. – 52 p.
82. *Frydl E.* The Length and Costs of Banking Crises / E. Frydl // IMF Working Paper. – 1999. – WP/99/30. – P. 1–36.
83. *Furceri D.* How Costly Are Debt Crises? / D. Furceri, A. Zdzienicka // Journal of International Money and Finance. – 2012. – Vol. 31, № 4. – P. 726–742.

84. Global Development Finance 2012: External Debt of Developing Countries / International Bank for Reconstruction and Development. – Washington, D.C. : The World Bank, 2012. – P. 1–6 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://data.worldbank.org/sites/default/files/gdf\\_2012.pdf](http://data.worldbank.org/sites/default/files/gdf_2012.pdf).
85. Global Financial Stability Report / International Monetary Fund. – 2006. – № 2. – P. 88.
86. Global Financial Stability Report: World Economic and Financial Surveys. Statistical appendix. – Washington, D.C. : IMF, 2010. – P. 3.
87. *Goldstein M.* International Capital Markets / M. Goldstein, D. Folkerts-Landau // Developments, Prospects and Policy Issues, International Monetary Fund, 1994.
88. Government Guarantees and Fiscal Risk // International Monetary Fund. – 2005. – 1 Apr. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org>.
89. *Grauwe P., de.* The Euro at Ten: Achievements and Challenges / P. de Grauwe // Empirica. Springer Science+Business Media: 2008. – 16 p.
90. Guidelines for Public Debt Management: Accompanying Document / International Monetary Fund; The World Bank. – 2002. – Nov. – 366 p.
91. Guidelines for Public Debt Management: Accompanying Document and Selected Case Studies / Staff Papers // International Monetary Fund; The World Bank. – Wash., D.C., 2008.
92. *Haavelmo T.* Multiplier Effects of Balanced Budget / T. Haavelmo // *Econometrica*. – 1945. – Vol. 13, № 2. – P. 311–318.
93. Hellenic Republic Public Debt Bulletin, December 2011 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.minfin.gr/content-api/f/binaryChannel/minfin/datastore/11/e9/47/11e94797847da1484fb1e58e1b7d2bfa295ef500/application/pdf/Bulletin\\_No64.pdf](http://www.minfin.gr/content-api/f/binaryChannel/minfin/datastore/11/e9/47/11e94797847da1484fb1e58e1b7d2bfa295ef500/application/pdf/Bulletin_No64.pdf).
94. *Hemming R.* Fiscal Vulnerability and Financial Crises in Emerging Market Economies / R. Hemming, M. Kell, A. Schimmelpfennig // IMF Occasional Paper. – 2003. – № 218.
95. *Imbs J.* The Overgang Hangover / J. Imbs, R. Ranciere // World Bank Policy Research Working Paper. – 2005. – № 3673.
96. Instructions for Compiling the Institutional Table / Government Finance Statistics Manual 2001. Companion Material. – 2005. – June [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfs/manual/intbin.pdf>.
97. International Debt Statistics 2013 / World Bank. – Washington, D.C., 2013 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://data.worldbank.org/sites/default/files/ids-2013.pdf>.
98. International Monetary Fund and International Development Association. Debt Sustainability in Low-Income Countries – Proposal for an Operational Framework and Policy Implications // Prepared by the Staffs of the IMF and the World Bank ; Approved by M. Allen, G. Nankani. – 2004. – 3 Feb. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/np/pdr/sustain/2004/020304.htm>.
99. International Monetary Fund. Fiscal Monitor. – 2013. – Apr. – P. 72.
100. International Monetary Fund. Fiscal Monitor. – 2014. – Apr. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org>.

101. *Jones M.* Stress-Testing Financial Systems: What to Do When the Governor Calls / M. Jones, P. Hilbers, G. Slack // IMF Working Paper. – 2004. – № 127.
102. *Kaminsky G.* The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems / G. Kaminsky, C. Reinhart // American Economic Review. – 1999. – Vol. 89. – P. 473–500.
103. *Kappagoda N.* Debt Sustainability Framework for Low Income Countries / N. Kappagoda ; paper presented at the Workshop on Debt, Finance and Emerging Issues in Financial Integration, London, March 6–7, 2007.
104. *Kinda T.* Economic Recovery from Recession: The Role of Fiscal Policy and Structural Reforms / T. Kinda, M. Poplawski-Ribeiro, J. Woo // IMF Working Paper. – 2013. – WP/13/226. – P. 1–56.
105. *Kiyotaki N.* Credit cycles / N. Kiyotaki, J. Moore // Journal of Political Economy. – 1997. – Vol. 105, № 2. – P. 211–48.
106. *Klingebiel D.* Banking Crises, Financial Dependence, and Growth / D. Klingebiel, R. Kroszner, L. Laeven // Journal of Financial Economics. – 2007. – Vol. 84, № 1. – P. 187–228.
107. *Kraay A.* When Is External Debt Sustainable? / A. Kraay, V. Nehru // World Bank Policy Research Working Paper. – 2004. – WPS 3200. – 49 p. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://siteresources.worldbank.org/INTDEBTDEPT/Resources/4689801190907436115/42270971255108201687/WhenIsDebtSus200603.pdf>.
108. *Krugman P.* Currency Regimes, Capital Flows, and Crises / P. Krugman // Paper (Mundell-Fleming Lecture) Presented at the 14<sup>th</sup> Jacques Polak Annual Research Conference Hosted by the IMF, Wash. (D.C.), Nov. 7–8, 2013. – 35 p.
109. *Laeven L.* Resolution of Banking Crises: The Good, the Bad, and the Ugly / L. Laeven, F. Valencia // IMF Working Paper. – 2010. – WP/10/146. – 36 p.
110. *Laeven L.* Systemic Banking Crises Database: An Update / L. Laeven, F. Valencia // IMF Working Paper. – 2012. – WP/12/163. – 33 p.
111. *Laeven L.* Systemic Banking Crises: a New Database / L. Laeven, F. Valencia // IMF Working Paper. – 2008. – WP/08/224. – 46 p.
112. *Lane P.* The External Wealth of Nations: Measures of Foreign Assets and Liabilities for Industrial and Developing Countries / P. Lane, G. Milesi-Ferretti // Journal of International Economics. – 2001. – Vol. 55. – P. 263–294.
113. *Lerner A.* Functional Finance and the Federal Debt / A. Lerner // Social Research. – 1943. – Vol. 10, № 1. – P. 39–41.
114. *Levy-Yeyati E. L.* The Elusive Costs of Sovereign Defaults / E. L. Levy-Yeyati, U. Panizza // Journal of Development Economics. – 2011. – Vol. 94(1). – P. 95–105.
115. *Lima P, de.* Macroeconomic Policy and Economic Performance / P. de Lima, A. de Serres, M. Kennedy // OECD Economic Department Working Papers. – 2003. – № 353. – P. 58–63.
116. Managing Sovereign Debt and Debt Markets through a Crisis – Practical Insights and Policy Lessons / International Monetary Fund, Monetary and Capital Markets Department. – 2011 – 18 Apr. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org>.

117. *Marin J.* Sustainability of Public Finance and Automatic Stabilization Under A Rule of Budgetary Discipline / J. Marin // ECB Working Paper. – 2002. – № 193. – P. 1–36.
118. *Maurel M.* Keynesian and Austrian Perspectives on Crisis, Shock Adjustment, Exchange Rate Regime and (Long-Term) Growth / M. Maurel, G. Schnabl // GFinM Working Papers on Global Financial Markets. – 2011. – № 18. – P. 1–24.
119. *Mecagni M.* The Persistence of Capital Account Crises / M. Mecagni, R. Atoyan, D. Hofman // IMF Working Paper. – 2009. – WP/09/103. – P. 7.
120. *Melo M., de.* Fiscal Adjustment in High-Debt Countries / M. de Melo // Ricerche Economiche. – 1990. – № 2–3. – P. 251–272.
121. *Mendoza E.* International Evidence on Fiscal Solvency: Is Fiscal Policy “Responsible”? / E. Mendoza, J. Ostry // Journal of Monetary Economics. – 2008. – Vol. 55, № 6. – P. 1081–1093.
122. *Milesi-Ferretti G.-M.* Fiscal Adjustment in EU Countries: A Balance Sheet Approach / G.-M. Milesi-Ferretti, K. Moriyama // IMF Working Paper. – 2004. – WP/04/143. – P. 1–34.
123. *Missale A.* Sovereign debt management and fiscal vulnerabilities / A. Missale // Threat of fiscal dominance? A BIS/OECD workshop on policy interactions between fiscal policy, monetary policy and government debt management after the financial crisis // BIS Papers. – 2012. – № 65. – P. 157–176.
124. Modernizing the Framework for Fiscal Policy and Public Debt Sustainability Analysis // International Monetary Fund. – 2011 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/080511.pdf>.
125. Monetary Policy Framework / Bank of England [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Pages/framework/framework.aspx>.
126. *Mongelli F.* “New” Views on the Optimum Currency Area Theoty: What Is EMU Telling Us! / F. Mongelli // ECB Working Paper. – 2002. – № 138. – P. 5–51.
127. *Mongelli F. P.* The Mutating Euro Area Crisis. Is the Balance Between “Sceptics” and “Advocates” Shifting? / F. P. Mongelli // ECB Occasional Paper. – 2013. – № 144. – P. 1–41.
128. *Myrdal G.* Fiscal Policy in the Business Cycle / G. Myrdal // The American Economic Review. – 1939. – Vol. 21, № 1. – P. 187–193.
129. National Fiscal Frameworks // Evolving Budgetary Surveillance. EC. – 2010. – P. 98–115.
130. *Obstfeld M.* Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes / M. Obstfeld, K. Rogoff // CEPR Discussion Papers. – 2009. – № 7606.
131. Operational Framework for Debt Sustainability Assessments in Low-Income Countries – Further Considerations / prepared by the Staffs of the IMF and World Bank [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://siteresources.worldbank.org/INTDEBTDEPT/PublicationsAndReports/20478153/032805.pdf>.
132. Optimal Public Debt Management and Liquidity Provision / G.-M. Angeletos, F. Collard, H. Dellas, B. Diba // NBER Working Paper. – 2013. – Dec. 15. – 42 p.



133. *Ostry J.* Fiscal Space / J. Ostry, A. Ghosh, J. Kim, M. Qureshi // IMF Staff Position Note. – 2010. – SPN/10/11. – P. 6.
134. *Padoan P.* Avoiding Debt Traps: Financial Backstops and Structural Reforms / P. Padoan, U. Sial, P. van den Noord // OECD Economics Department Working Paper. – 2012. – № 976. – P. 1–46.
135. *Pejovich S.* The Market for Institutions Versus the Strong Hand of the State: The Case of Eastern Europe / S. Pejovich // Economic Institutions, Markets and Competition. – Cheltenham : Edward Elgar, 1996. – P. 117.
136. *Perotti R.* The “Austerity Myth»: Gain Without Pain? / R. Perotti // BIS Working Paper. – 2011. – № 362. – P. 1–63.
137. *Pisani-Ferry J.* The Known Unknowns and Unknown Unknowns of EMU / J. Pisani-Ferry // Bruegel Policy Contribution. – 2012. – № 2012/18. – P. 1–10.
138. *Polackova H.* Government Contingent Liabilities: A Hidden Risk to Fiscal Stability / H. Polackova [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.worldbank.org>.
139. *Price R.* The Political Economy of Fiscal Consolidation / R. Price // OECD Economics Department Working Papers. – 2010. – № 776. – P. 1–43.
140. PricewaterhouseCoopers [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.pwc.com>.
141. Public Guarantees on Bank Bonds: Effectiveness and Distortions / G. Grande, A. Levy, F. Panetta, A. Zaghin // OECD Journal: Financial Market Trends. – 2011. – Is. 2. – P. 1 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.oecd.org/finance/financial-markets/49200208.pdf>.
142. Quarterly External Debt Statistics 2012: Cross-Country Tables / World Bank [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/DATASTATISTICS/EXTDECQEDS/0,,contentMDK:20721050~menuPK:4704712~pagePK:64168445~piPK:64168309~theSitePK:1805415,00.html>.
143. Quarterly Public Sector Debt Statistics 2012: Cross-Country Tables / World Bank [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/DATASTATISTICS/EXTQPUBSECDEBT/0,,contentMDK:22707085~menuPK:7409959~pagePK:64168445~piPK:64168309~theSitePK:7404473,00.html>.
144. Reassessing the Role and Modalities of Fiscal Policy in Advanced Economies // IMF Policy Paper. – 2013. – Sept. – 63 p.
145. Reassuring Markets about Fiscal Sustainability in the Euro Area // IMF Fiscal Monitor. – Wash. (D.C.) : IMF, 2011. – 6 p.
146. *Reinhart C.* A Decade of Debt / C. Reinhart, K. Rogoff. – Wash. (D.C.): Peterson Institute for International Economics. – 2010. – 34 p.
147. *Reinhart C.* Debt Overhangs: Past and Present / C. Reinhart, V. Reinhart, K. Rogoff // NBER Working Paper. – 2012. – № 18015. – 29 p.
148. *Reinhart C.* From Financial Crash to Debt Crisis / C. Reinhart, K. Rogoff // NBER Working Paper. – 2010. – № 15795. – 46 p.
149. *Reinhart C.* Growth in a Time of Debt / C. Reinhart, K. Rogoff // American Economic Review. – 2010. – Vol. 100(2). – P. 573–578.

150. *Reinhart C.* The Liquidation of Government Debt / C. Reinhart, M. B. Sbrancia // BIS Working Paper. – 2011. – № 363. – 45 p.
151. *Reinhart C. M.* This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly / C. M. Reinhart, K. S. Rogoff. – Princeton, NJ : Princeton University Press, 2009. – 512 p.
152. *Reisen H.* Which Types of Capital Inflows Foster Developing Country Growth? / H. Reisen, M. Soto // International Finance. – 2001. – Vol. 4, № 1. – P. 1–14.
153. *Rogoff K.* The Aftermath of Financial Crisis / K. Rogoff, C. Reinhart // NBER Working Paper. – 2009. – № 14587. – 38 p.
154. *Rother Ph.* The Benefits of Fiscal Consolidation in Uncharted Waters / Ph. Rother, L. Schuknecht, J. Stark // ECB Working Paper. – 2010. – № 121. – 33 p.
155. *Rui A.* The “New” Stability and Growth Pact: More Flexible, Less Stupid? / A. Rui, O. Afonso // Intereconomics. – 2007. – Vol. 42, № 4. – P. 224.
156. *Schuknecht L.* EU Fiscal Rules: Issues and Lessons from Political Economy / L. Schuknecht // ECB Working Paper. – 2004. – № 421. – 34 p.
157. Seoul Development Consensus for Shared Growth // G20 Information Centre. – 2010. – 12 Nov. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.g20.utoronto.ca/2010/g20seoul-consensus.pdf>.
158. *Shin H. S.* Procyclicality and the Search for Early Warning Indicators / ed. by S. Claessens, M. A. Kose, L. Laeven, F. Valencia // Financial Crises, Consequences, and Policy Responses. – 2013 (forthcoming).
159. Staff Guidance Note for Public Debt Sustainability Analysis in Market-Access Countries // International Monetary Fund. – 2013 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/050913.pdf>.
160. Staff Guidance Note on the Application of the Joint Bank-Fund Debt Sustainability Framework for Low-Income Countries / Staff Papers // IMF and World Bank. – Wash., D.C., 2008.
161. 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 R. Moghadam, O. Canuto. – 2010. – 22 Jan.
162. State aid: crisis-related aid aside, Scoreboard shows continued trend towards less and better targeted aid // European Commission. – 2012. – 21 Dec. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-12-1444\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-12-1444_en.htm).
163. *Stiglitz J. E.* Globalization and Its Discontents / J. E. Stiglitz. – N. Y. : W. W. Norton, 2002. – 282 p.
164. *Strauch R.* Budgetary Forecasts in Europe – the Track Record of Stability and Convergence Programmes / R. Strauch, M. Hallerbrg, J. von Hagen // ECB Working Paper. – 2004. – № 307. – P. 3–45.
165. Staff Guidance Note for Public Debt Sustainability Analysis in Market-Access Countries / approved by S. Tiwari ; International Monetary Fund. – 2013. – 9 May.
166. Sustainability Assessments – Review of Application and Methodological Refinements. Discussion Paper / International Monetary Fund. – Washington, DC : IMF, 2003.

167. *Taylor J. B.* An Empirical Analysis of the Revival of Fiscal Activism in the 2000s / J. B. Taylor // *Journal of Economic Literature*. – 2011. – Vol. 49, № 3. – P. 686–702.
168. Temporary Union framework for State aid measures to support access to finance in the current financial and economic crisis (2011/C 6/05) [Електронний ресурс] // *Official Journal of the European Union*. – 11.01.2011. – Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2011:006:0005:0015:EN:PDF>.
169. The Debt Management Performance Assessment (DeMPA), Tool World Bank, 2009 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://siteresources.worldbank.org/INTDEBTDEPT/Resources/468980-184253591417/GDM-PMF.pdf>.
170. The development of bond markets in emerging economies // *BIS paper*. – 2002. – № 11.
171. The European Bank Reconstruction and Development [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ebrd.com>.
172. The FATF Recommendations: International Standards on Combating Money Laundering and the Financing of Terrorism & Proliferation [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.fatfgafi.org/document/50/0,3746,en\\_32250379\\_32236920\\_49653426\\_1\\_1\\_1\\_1,00html](http://www.fatfgafi.org/document/50/0,3746,en_32250379_32236920_49653426_1_1_1_1,00html).
173. The Global Competitiveness Report, World Economic Forum [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.weforum.org/issues/global-competitiveness/index.html>.
174. The Good, The Bad, And the Ugly: 100 Years of Dealing with Public Debt Overhangs. Ch. 3 // *IMF World Economic Outlook*. – Wash. (D.C.): IMF, 2012. – Oct. – 33 p.
175. The Greek Debt Restructuring // *An Autopsy, 2013* [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=5343&context=facultyscholarship>.
176. The Impact of Fiscal Rules on Public Finance / W. Marneffe, B. van Aarle, W. van der Wielen, L. Vereeck // *Theory and Empirical Evidence for the Euro Area*. – P. 13–15.
177. The impact on EU governments' deficit and debt of the decisions taken in the 2011–2012 European summits [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://err.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/government\\_finance\\_statistics/documents/Note\\_on\\_statistical\\_implications\\_of\\_summits-updated-12\\_A.pdf](http://err.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/government_finance_statistics/documents/Note_on_statistical_implications_of_summits-updated-12_A.pdf).
178. The Index of Economic Freedom [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.heritage.org/index](http://www.heritage.org/index).
179. The Sustainability of Fiscal Policy: New Answers to an Old Question / O. Blanchard, J. Chouraqui, R. Hagemann, N. Sartor // *OECD Economic Studies*. – 1990. – № 15. – P. 7–36.
180. The Transparency International [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.transparency.org>.
181. The World Bank [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org).
182. The World Economic Forum [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.weforum.org](http://www.weforum.org).

183. Threat of fiscal dominance? A BIS/OECD workshop on policy interactions between fiscal policy, monetary policy and government debt management after the financial crisis // BIS Papers. – 2012. – № 65. – 312 p.
184. *Tokuoka T.* Intergenerational Implications of Fiscal Consolidation in Japan / T. Tokuoka // IMF Working Paper. – 2012. – WP/12/197. – P. 1–25.
185. *Topalova P.* What Level of Public Debt Could India Target? / P. Topalova, D. Nyberg // IMF Working Paper. – 2010. – WP/10/07. – P. 1–26.
186. Total financial crisis aid amounts used; by aid instrument [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://ec.europa.eu/competition/state\\_aid/studies\\_reports/ws4\\_2.xls](http://ec.europa.eu/competition/state_aid/studies_reports/ws4_2.xls).
187. Treasury guarantees will make UK infrastructure more attractive, but ‘pipeline’ of projects still needed // Out-law.com. – 2013. – 22 Oct. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.out-law.com/en/articles/2013/October/treasury-guarantees-will-make-uk-infrastructure-more-attractive-but-pipeline-of-projects-still-needed-says-expert>.
188. *Tujula M.* What Determines Fiscal Balances? An Empirical Investigation in Determinants of Changes in OECD Budget Balances / M. Tujula, G. Wolswijk // ECB Working Paper. – 2004. – № 424. – P. 3–40.
189. *Turner D.* Explaining the Interest-Rate-Growth Differential Underlying Government Debt Dynamics / D. Turner, Fr. Spinelli // OECD Economics Department Working Paper. – 2011. – ECO/WKP(2011)88. – 26 p.
190. *Tytell I.* Does Financial Globalization Induce Better Macroeconomic Policies? / I. Tytell, Shang-Jin Wei // IMF Working Paper. – 2004. – WP/04/84. – P. 3–40.
191. *Tytell I.* Financial Globalization and the Conduct of Macroeconomic Policies / I. Tytell // Globalization and External Imbalances // World Economic Outlook. Chapter III. – Wash. (D.C.) : IMF, 2005. – P. 122–123.
192. UNDP. Debt Sustainability Framework for low-income countries / Workshop on Debt, Finance and Emerging Issues in Financial Integration, London, March 6–7, 2007.
193. *Verde A.* The Old and the New Stability and Growth Pact along with the Main Proposals for Its Reforms: An Assessment / A. Verde // Transition Studies Review 13. – 2006. – № 3. – P. 484.
194. *Wheeler G.* Sound Practice in Government Debt Management / G. Wheeler // World Bank Papers. – Wash., D.C., 2004.
195. When would a “Reprofiling” of Sovereign Debt Constitute a Default? [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://blogs.lsechos.fr/IMG/pdf/S\\_and\\_P\\_.pdf](http://blogs.lsechos.fr/IMG/pdf/S_and_P_.pdf).
196. *Wolswijk G.* Government Debt Management in the Euro Area: Recent Theoretical Developments and Changes in Practices / G. Wolswijk, J. de Haan // ECB Occasional Paper. – 2005. – № 25. – 26 p.
197. *Woodford M.* Public Debt as Private Liquidity / M. Woodford // American Economic Review. – 1990. – Vol. 80-2. – P. 382–388.
198. World Economic Outlook / International Monetary Fund. – Washington, D.C. : IMF, 2003. – Sept.
199. World Economic Outlook. – Wash., D.C. : IMF, 2010. – P. 181.

200. World Economic Outlook: Coping with High Debt and Sluggish Growth / International Monetary Fund. – Washington, DC : IMF, 2012. – Ост. – 228 p. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/02/pdf/text.pdf>.
201. Австрія вперше випустила полувековые облигации // Cbonds Pipeline. – 2012. – 20 янв. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.cbonds.info/rus/news/index.phtml?params/id/545589>.
202. Аналітичні матеріали щодо державного боргу / Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat\\_id=224493](http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat_id=224493).
203. Аналітичні матеріали щодо зовнішнього боргу України за 2009–2013 роки / Національний банк України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=44466](http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=44466).
204. Андриевская И. К. Стресс-тестирование: обзор методологий / И. К. Андриевская // Управление в кредитной организации. – 2007. – № 5. – С. 33–44.
205. Базілінська О. Я. Макроекономіка : навч. посіб. / О. Я. Базілінська. – К. : ЦНЛ, 2005. – 442 с.
206. Барановський О. І. Фінансова безпека / О. І. Барановський. – К. : Фенікс, 1999. – С. 168–169.
207. Башинська О. Формування та обслуговування державного зовнішнього боргу / О. Башинська // Фінанси України. – 2000. – № 12. – С. 75–76.
208. Бідник Н. Б. Співпраця України з міжнародними фінансовими організаціями як чинник економічного розвитку держави / Н. Б. Бідник // Науковий вісник НАГУ України : зб. наук.-техн. пр. – 2009. – Вип. 19.3. – С. 153–157.
209. Богдан Т. Боргова безпека та її роль у гарантуванні фінансової стабільності // Вісник НБУ. – 2012. – № 4. – С. 11.
210. Богдан Т. Боргова піраміда та її наслідки / Т. Богдан // Дзеркало тижня. Україна. – 2013. – № 5 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://gazeta.dt.ua/finances/borgova-piramida-ta-yiyi-naslidki.html>.
211. Богдан Т. Сучасні підходи до управління ризиками державного боргу / Т. Богдан // Вісник НБУ. – 2011. – № 4. – С. 10–17.
212. 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.
213. Богдан Т. П. Державний борг України: особливості формування та управління в сучасних умовах / Т. П. Богдан // Фінанси України. – 2013. – № 1. – С. 32–46.
214. Богдан Т. П. Достатність міжнародних резервів як передумова забезпечення макрофінансової стабільності / Т. П. Богдан // Економіка України. – 2012. – № 8. – С. 45–53.
215. Борг у секторі загального державного управління [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://ecofin.org.ua/GGD>.
216. Боярко І. М. Конкурентоспроможність фінансового сектору України в сучасних умовах глобалізаційного розвитку / І. М. Боярко, Л. Л. Грищенко // Вісник Університету банківської справи НБУ. – 2011. – № 2 (11) [Електрон-

- ний ресурс]. – Режим доступу: [http://archive.nbuv.gov.ua/portal/soc\\_gum/VUbsNbU/2011\\_2](http://archive.nbuv.gov.ua/portal/soc_gum/VUbsNbU/2011_2).
217. Бюджетний кодекс України від 08.07.2010 № 2456-VI [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua>.
218. Бюджетный кодекс Республики Казахстан от 04.12.2008 (раздел 12 «Государственные и гарантированные государством заимствование и долг, поручительство государства»).
219. Вахненко Т. П. Зовнішні боргові зобов'язання у системі світових фінансово-економічних відносин // Т. П. Вахненко ; Ін-т економіки та прогнозування НАН України. – К. : Фенікс, 2006. – 536 с.
220. Вахненко Т. П. Тягар державного боргу: теоретичний аспект / Т. П. Вахненко // Економіка України. – 1998. – № 3. – С. 21–30.
221. Вахненко Т. П. Державний борг України та його економічні наслідки / Т. П. Вахненко. – К. : Альтерпрес, 2000. – 152 с.
222. Вахненко Т. П. Державний борг України: оптимізація структури та управління ризиками / Т. П. Вахненко // Світ фінансів. – 2008. – № 1(14). – С. 10–28.
223. Вахненко Т. П. Особливості формування державного боргу та управління його складовими в період фінансової кризи / Т. П. Вахненко // Фінанси України. – 2009. – № 6. – С. 14–28.
224. Виконання зведеного бюджету України за 2009–2013 роки / Державна казначейська служба України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://treasury.gov.ua/main/uk/doccatalog/list?currDir=146477>.
225. Висновки щодо виконання Державного бюджету України за 2011 рік, підготовлені департаментом з питань бюджетної політики і затверджені постановою Колегії Рахункової палати : офіційний матеріал Рахункової палати України. – К., 2012.
226. Гладилін А. В. Практикум по економетрике / А. В. Гладилін, А. Н. Герасимов, Е. І. Громов. – Ростов н/Д : Фенікс, 2011. – 326 с.
227. Годовой отчет 2010. Содействие сбалансированному мировому подъему // Публикации Международного валютного фонда. – 2011. – 28 мая [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/russian/index.htm>.
228. Гриценко А. А. Особливості інституційної архітекτονіки українського суспільства ХХІ століття / А. А. Гриценко // Економіка України: стратегія і політика довгострокового розвитку / за ред. В. М. Гейця. – К. : Ін-т. екон. прогнозів. : Фенікс, 2003. – С. 161.
229. Гришина Л. Україна та Міжнародний валютний фонд: перспективи співпраці / Л. Гришина, П. Карась, В. Черешня // Сталий розвиток економіки. – 2012. – № 3. – С. 26–29.
230. Державна політика стабілізації фінансів підприємств: монографія / А. І. Даниленко, В. В. Зимовець, О. М. Кошик та ін. ; за ред. А. І. Даниленка ; НАН України ; Ін-т екон. та прогнозів. – К., 2011. – С. 44–45.
231. Дешевые деньги дорого. Почему должник всегда в проигрыше [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://finance.liga.net/economics/2013/9/19/opinion/35581.htm#>.

232. Джентльменское предложение. Казахстан ведет активные переговоры с Всемирным банком о конвертации части внешнего долга путем выпуска ВБ производных ценных бумаг в тенге // UABanker.net. – 2005. – 24 окт. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.uabanker.net/daily/2005/10/102405\\_1200.shtml](http://www.uabanker.net/daily/2005/10/102405_1200.shtml).
233. Довідка щодо державного та гарантованого державою боргу у 2008–2012 рр. / Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://minfin.kmu.gov.ua/control/uk/publish>.
234. Дойль П. Маркетинг – менеджмент и стратегии / П. Дойль ; пер. с англ. – СПб. : Питер, 2002. – С. 130.
235. Дохідність ОВДП на первинному ринку / Національний банк України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=44580](http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=44580).
236. Єрмошенко М. М. Фінансова безпека держави / М. М. Єрмошенко. – К. : КНТЕУ, 2001. – С. 204.
237. Звіти щодо витрачання бюджетних коштів, виділених Державному комітету фінансового моніторингу України у 2005–2010 роках [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.sdfm.gov.ua>.
238. Зовнішній борг України // Платіжний баланс і зовнішній борг України станом на 01.01.2013. – К. : НБУ, 2013. – С. 80–89.
239. Іваненко Ю. Агентство з питань управління державним боргом: досвід Португалії та Великобританії / Ю. Іваненко, А. Мамишев // Вісник Національного банку України. – 2008. – № 3. – С. 14–18.
240. Інформація про виконання бюджету за бюджетними програмами Державної служби фінансового моніторингу України та показників, що характеризують їх виконання за 2011 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.sdfm.gov.ua/articles.php?cat\\_id=529&lang=uk](http://www.sdfm.gov.ua/articles.php?cat_id=529&lang=uk)
241. Інформація про виконання бюджету за бюджетними програмами Державної служби фінансового моніторингу України та показників, що характеризують їх виконання за 2012 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.sdfm.gov.ua/articles.php?cat\\_id=542&lang=uk](http://www.sdfm.gov.ua/articles.php?cat_id=542&lang=uk).
242. Калитчук В. М. Вплив державного боргу на економічне становище в Україні / В. М. Калитчук. – К., 2005–2006.
243. Карлін М. І. Фінанси країн Європейського Союзу : навч. посіб. / М. І. Карлін ; М-во освіти і науки України. – К. : Знання, 2011. – 640 с.
244. Керівництво з використання показників ризику і формування стратегії за-позичень: Інтегральна оцінка ризику // Проект «Розвиток фінансового сектору» // FINREP. – 2011 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.fnrep.kiev.ua/download/risk\\_indicators\\_manual\\_2011.pdf](http://www.fnrep.kiev.ua/download/risk_indicators_manual_2011.pdf).
245. Классики кейнсианства : в 2 т. Т. 1: К теории экономической динамики / Р. Харрод. Экономические циклы и национальный доход Ч. I–II / Э. Хансен. – М. : Экономика, 1997. – 416 с.
246. Классики кейнсианства : в 2 т. Т. 2 : Экономические циклы и национальный доход Ч. III–IV / Э. Хансен. – М. : Экономика, 1997. – 431 с.

247. Клей Л. Что мы, экономисты, знаем о переходе к рыночной экономике? / Л. Клей // Реформы глазами американских и российских учёных. – М. : Российский экономический журнал – Фонд «За экономическую грамотность», 1996. – С. 75–86.
248. Ковалюк О. М. Фінансовий механізм організації економіки України (проблеми теорії і практики) : монографія / О. М. Ковалюк. – Л. : Вид. центр Львів. нац. ун-ту ім. І. Франка, 2002. – 396 с.
249. Ковальчук А. Контракт на \$28 млрд: на яких умовах Китай буде купувати українську сільхозпродукцію / А. Ковальчук // Forbes.Україна. – 2013. – 15 апр. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://forbes.ua/business/1351061-kontrakt-na-28-mlrd-na-kakih-usloviyah-kitaj-budet-pokupat-ukrainskuyu-selhozprodukciju>.
250. Козюк В. В. «Ефект витіснення» як наслідок державного боргу в перехідній економіці України / В. В. Козюк // Вісник ТАНГ. – 2000. – Вип. 9. – С. 132–138.
251. Козюк В. В. Глобалізація та проблема провалу фіскальної дисципліни / В. В. Козюк // Фінанси України. – 2013. – № 1. – С. 58–70.
252. Козюк В. В. Державний борг в умовах ринкової трансформації економіки України / В. В. Козюк ; ТДТУ ім. І. Пулюя. – Т. : Карт-бланш, 2002. – 238 с.
253. Козюк В. В. Оптимальний рівень боргового навантаження: глобальні макророзривки та швидкоплинні очікування / В. В. Козюк // Фінанси України. – 2012. – № 1. – С. 91.
254. Козюк В. В. Проблема оптимальної величини державної заборгованості у довгостроковій перспективі / В. В. Козюк // Світ фінансів. – 2012. – № 2. – С. 17–27.
255. Козюк В. В. Теорія оптимальних валютних зон у світлі глобальної фінансової кризи і ризиків дивергенції ЄВС / В. В. Козюк // Економічна теорія. – 2012. – № 4. – С. 56–71.
256. Козюк В. В. Фіскальна політика в Європейському валютному союзі: проблеми автоматичної стабілізації та конвергенції / В. В. Козюк // Фінанси України. – 2006. – № 6. – С. 57–67.
257. Колосова В. П. Міжнародні фінансові інституції в умовах фінансової глобалізації / В. П. Колосова // Дослідження міжнародної економіки : зб. наук. пр. – 2011. – № 1 (66). – С. 238–246.
258. Крамаренко В. І. Оцінка співпраці з міжнародними фінансовими інститутами / В. І. Крамаренко // Науковий вісник: Фінанси, банки, інвестиції. – 2012. – № 5. – С. 23–31.
259. Кристофидес Х. Устойчивость долговой ситуации / Х. Кристофидес / Объединенный Венский институт. Лекция на семинаре по макроэкономическому управлению и вопросам финансового сектора (12 октября 2010 г.).
260. Кудряшов В. П. Удосконалення державних гарантій за кредитними операціями / В. П. Кудряшов, В. Й. Башко // Наукові праці НДФІ. – 2007. – №1(38). – С. 30–39.
261. Лісовенко В. Реструктуризація зовнішнього боргу України / В. Лісовенко // Вісник НБУ. – 2000. – № 5. – С. 3.



262. *Луніна І. О.* Державні фінанси України у перехідний період / І. О. Луніна. – Х. : Форт, 2000. – С. 134.
263. *Макконелл К. Р.* Экономикс: принципы, проблемы и политика / К. Р. Макконелл, С. Л. Брю ; пер. с англ. 11-го изд. – К. : ХаГар, 2000. – 785 с.
264. Макроекономічна ситуація в Україні : звіт / Державна служба статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://ukrstat.gov.ua>.
265. Методика розрахунку рівня економічної безпеки України : затв. наказом Міністерства економіки та з питань європейської інтеграції України № 60 від 02.03.2007 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.me.gov.ua/control/uk/publish>.
266. *Мироненко Т. В.* Государственный долг Украины и проблемы его обслуживания / Т. В. Мироненко, В. В. Костогрыз // Інноваційна економіка. – 2012. – № 1. – С. 271–279.
267. *Мишкин Ф.* Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков / Ф. Мишкин. – М. : Аспект Пресс, 1999. – С. 23.
268. Національні рахунки // Державна служба статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://ukrstat.gov.ua>.
269. *Норт Д.* Институты, институциональные изменения и функционирование экономики / Д. Норт ; пер. с англ. А. Н. Нестеренко ; предисл. и науч. ред. Б. З. Мильнера. – М. : Начала, 1997. – С. 171.
270. *Норт Д.* Пять тезисов об институциональных изменениях / Д. Норт // Квартальный бюллетень клуба экономистов. – 2000. – Вып. 4. – С. 3–15. – С. 3.
271. Обзор экономической политики в России за 1998 год / Фонд «Бюро экономического анализа». – М., 1999 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://uisrussia.msu.ru/docs/http/www.budgetrf.ru/Publications/Magazines/bea/review/1999/bea1998review/bea1998review\\_07ch/Excel/bea1998review\\_07ch020.xls](http://uisrussia.msu.ru/docs/http/www.budgetrf.ru/Publications/Magazines/bea/review/1999/bea1998review/bea1998review_07ch/Excel/bea1998review_07ch020.xls).
272. Основні макроекономічні показники за 2009–2013 рр. / Державна служба статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>.
273. Основні показники діяльності банків України // Національний банк України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=1338094&cat\\_id=55838](http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=1338094&cat_id=55838).
274. Особливості та пріоритети боргової політики України : аналіт. доп. / А. С. Гальчинський, З. С. Варналій, В. Я. Майстришин та ін. – К. : НІСД, 2004. – 104 с.
275. От перераспределения благ к созданию процветания: выводы из Индекса глобальной конкурентоспособности (из доклада Всемирного экономического форума и Евразийского института конкурентоспособности) // Вопросы экономики. – 2011. – № 8. – С. 4–40.
276. Офіційний сайт Євростату [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://err.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/government\\_finance\\_statistics](http://err.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/government_finance_statistics).
277. Офіційний сайт Національного банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=44466](http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=44466).

278. Офіційний сайт ОЕСР [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.oecd.org](http://www.oecd.org).
279. Офіційний сайт Світового банку [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://web.worldbank.org>.
280. Оценка устойчивости (Assessing Sustainability) : утв. Т. Гейтнером 28 мая 2002 года / Международный валютный фонд; Управление разработки и анализа политики. – С. 32.
281. Оцінка державних видатків і фінансової звітності (ОДВФЗ – PEFA) за 2011 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу: // <http://internationalbudget.org/what-we-do/open-budget-survey/country-info/?country=ua>.
282. Перспективы развития мировой экономики: подъем, риск и переконансирование // Международный валютный фонд, Обзоры мировой экономики и финансов, октябрь 2010 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.imf.org/external/russian/pubs/ft/weo/2010/02/pdf/textr.pdf](http://www.imf.org/external/russian/pubs/ft/weo/2010/02/pdf/textr.pdf).
283. *Першко Л. О.* Світовий банк та Україна: проблеми та перспективи взаємодії / *Л. О. Першко, М. О. Мироненко* // Збірник наукових праць Національного університету державної податкової служби України. – 2012. – № 1. – С. 337–344.
284. План рахунків бухгалтерського обліку виконання державного та місцевих бюджетів : наказ Державного казначейства України від 28.11.2000 № 119.
285. *Полагнин Д. Д.* Нова роль міжнародних фінансово-кредитних установ у фінансовій системі світу / *Д. Д. Полагнин, Д. С. Бойчук* // Економічний форум. – 2012. – № 3.
286. Положення про організацію бухгалтерського обліку і звітності виконання державного та місцевих бюджетів в органах Державного казначейства України : затв. наказом Державного казначейства України від 28.11.2000 № 119.
287. Положення про управління ризиками, пов'язаними з наданням державних гарантій, та розподіл таких ризиків між державою, кредиторами і позичальниками : затв. постановою Кабінету Міністрів України від 23.02.2011 № 131.
288. Порядок відбору інвестиційних проектів, для реалізації яких у реальному секторі економіки надається державна підтримка : затв. постановою Кабінету Міністрів України від 13.09.2010 № 860 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/860-2010-%D0%BF/print1360051057238254>.
289. Порядок відображення в бухгалтерському обліку операцій з виконання державного бюджету : затв. наказом Державного казначейства України від 11.08.2008 № 327.
290. Порядок проведення оцінки фінансового стану бенефіціара та визначення виду забезпечення для обслуговування та погашення позики, наданої за рахунок коштів міжнародних фінансових організацій зі змінами, затвердженими наказом Міністерства фінансів України від 22.10.2009 № 1234 (зі змінами від 20.07.2012) // Офіційний вісник України. – 2009. – № 93. – С. 164.

291. Про Державний бюджет України на 2009 рік : закон України від 26.12.2008 № 835-VI.
292. Про запобігання та протидію легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, або фінансуванню тероризму : [Електронний ресурс] : закон України від 28.11.2002 № 249-IV. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=249-15>.
293. Про затвердження Положення про управління ризиками, пов'язаними з державним боргом : наказ Міністерства фінансів України від 16.06.2010 № 461 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish>.
294. Про затвердження Середньострокової стратегії управління державним боргом на 2013–2015 роки : постанова Кабінету Міністрів України від 29.04.2013 № 320 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws>.
295. Про затвердження Середньострокової стратегії управління державним боргом на 2011–2013 роки : постанова Кабінету Міністрів України від 02.03.2011 № 170.
296. Про затвердження Середньострокової стратегії управління державним боргом на 2012–2014 роки : постанова Кабінету Міністрів України від 10.05.2012 № 607.
297. Про затвердження Стратегії модернізації системи бухгалтерського обліку в державному секторі на 2007–2015 роки : постанова Кабінету Міністрів України від 16.01.2007 № 34.
298. Про результати аудиту стану державного та гарантованого державою боргу за 2009 рік та аналізу тенденцій у 2010 році / Рахункова палата України. – К., 2010. – 37 с.
299. Про результати перевірки витрат Державного бюджету України на обслуговування і погашення державного боргу та на його управління у 2002 році / підготов. департаментом контролю державного боргу та діяльності банківських установ і затв. постановою Колегії Рахункової палати від 07.05.2003 № 9-1. – К. : Рахункова палата України, 2003. – Вип. 15.
300. Про схвалення Концепції забезпечення національної безпеки у фінансовій сфері : розпорядження Кабінету Міністрів України від 15.08.2012 № 569-р [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws>.
301. Про схвалення Стратегії залучення, використання та моніторингу міжнародної технічної допомоги і співробітництва з міжнародними фінансовими організаціями на 2013–2016 роки : розпорядження Кабінету Міністрів України від 11.09.2013 № 697-р [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/697-2013-%D1%80>.
302. Решетило В. П. Синергетика потенційного й актуального в становленні і розвитку інституційних систем / В. П. Решетило // Економічна теорія. – 2006. – № 1. – С. 39.
303. Рожко О. Д. Державний борг у забезпеченні економічного зростання / О. Д. Рожко // Фінанси України. – 2003. – № 1. – С. 82–87.

304. *Ротштейн А. П.* Интеллектуальные технологии идентификации / А. П. Ротштейн // Многокритериальный выбор вариантов [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [http://matlab.exponenta.ru/fuzzylogic/book5/7\\_3.php](http://matlab.exponenta.ru/fuzzylogic/book5/7_3.php).
305. Руководящие принципы управления государственным долгом : сопроводительный документ / Международный валютный фонд, Всемирный банк. – 2002 – Ноябрь.
306. *Саати Т. А.* Взаимодействие в иерархических системах / Т. А. Саати // Техническая кибернетика. – 1979. – № 1. – С. 68–84.
307. *Саркисянц А. Г.* Система международных долгов / А. Г. Саркисянц. – М. : ДеКА, 1999. – 720 с.
308. *Слободчук С.* Макет борьбы с коррупцией / С. Слободчук // Профиль. – 2011. – № 27(196) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [http://www.profil-ua.com/index.phtml?action=view&art\\_id=2819](http://www.profil-ua.com/index.phtml?action=view&art_id=2819).
309. *Сльозко О.* Трансфер фінансово-економічної кризи. Роль МФО / О. Сльозко // Дослідження міжнародної економіки : зб. наук. пр. – 2011. – Вип. 1(66). – С. 54–71.
310. *Сорокіна Л. В.* Вдосконалення процедури моніторингу процесів нагромадження вартості капіталу у будівництві / Л. В. Сорокіна // Актуальні проблеми економіки. – 2011. – № 11. – С. 78–86.
311. *Сорокіна Л. В.* Макроекономічне регулювання нагромадженням капіталу в національному господарстві (на прикладі будівництва) : автореф. дис. ... д-ра екон. наук : 08.00.03 / Л. В. Сорокіна ; ВНЗ «Національна академія управління». – К., 2012. – 37 с.
312. Співробітництво України з МФО // Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступа: <http://www.minfin.gov.ua>.
313. Статистичні матеріали щодо стану державного боргу України у 2012 році : офіційні повідомлення / Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступа: [http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat\\_id=325755](http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat_id=325755).
314. *Стігліц Дж.* Глобалізація та її тягар / Дж. Стігліц. – К. : Академія, 2003. – С. 204.
315. Суверенний кредитний рейтинг України [Електронний ресурс]. – Режим доступа: <http://ecofin.org.ua/credit-rating>.
316. США согласились реструктуризировать долг Молдавии // UABanker.net. – 2006. – 3 нояб. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [http://www.uabanker.net/daily/2006/11/110306\\_0900.shtml](http://www.uabanker.net/daily/2006/11/110306_0900.shtml).
317. *Томашевський В. М.* Імітаційне моделювання систем і процесів : навч. посіб. / В. М. Томашевський. – К. : ІСДО, 1994. – 124 с.
318. *Требеш К.* Інститут первинних дилерів в Україні. Чому і як потрібно його запроваджувати? : консультативна робота W1 / К. Требеш, Р. Джуччі, В. Кравчук ; Інститут економічних досліджень і політичних консультацій в Україні. – К., Берлін, 2007.
319. Умови надання у 2013 р. державних гарантій для забезпечення виконання боргових зобов'язань за запозиченнями суб'єктів господарювання – резидентів України державного сектору економіки, залученими для реалізації

- інвестиційних, інноваційних, інфраструктурних та інших проектів розвитку, які мають стратегічне значення та реалізація яких сприятиме розвитку національної економіки : затв. постановою Кабінету Міністрів України від 03.07.2013 № 500 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/500-2013-%D0%BF/print1382540953864201>.
320. Управління ризиками державного боргу: від теоретичних концепцій до практичних кроків в Україні / В. Висоцький, В. Калитчук, Ю. Драчук, Т. Котович // Світ фінансів. – 2008. – № 1. – С. 41–48.
321. Федосов В. М. Управління державним боргом у контексті ризик-менеджменту / В. М. Федосов, О. А. Колот // Фінанси України. – 2008. – № 3. – С. 3–33.
322. Фінанси : підручник / за ред. С. І. Юрія, В. М. Федосова. – К. : Знання, 2008. – 611 с.
323. Фінансово-монетарні важелі економічного розвитку : в 3 т. Т. 1: Фінансова політика та податково-бюджетні важелі її реалізації / за ред. А. І. Даниленка. – К. : Фенікс, 2008. – 468 с.
324. Царук О. В. Макроекономічні ефекти державного боргу як об'єкт статистичного вивчення / О. В. Царук // Статистика України. – 2006. – № 2. – С. 21–25.
325. Шатковська-Шморгай В. Б. Стрес-тестування валютного ризику в банках: уроки кризи / В. Б. Шатковська-Шморгай // Науковий вісник НАГУ України. – 2010. – Вип. 20.5. – С. 272.
326. Штовба С. Д. Проектирование нечетких систем средствами MATLAB / С. Д. Штовба. – М. : Горячая линия – Телеком, 2007. – 288 с.
327. Энциклопедия финансового риск-менеджмента / под ред. А. А. Лобанова, А. В. Чугунова. – М. : Альпина Паблишер, 2003. – 786 с.
328. Юрій С. І. Управління зростанням на основі боргу і Україна / С. І. Юрій // Журнал європейської економіки. – 2007. – Т. 6, №1. – С. 6–27.
329. Як подолати вплив міжнародної фінансової кризи: пошуки адекватної економічної політики: аналіт. доп. // Матеріали для обговорення / Інститут економічних досліджень та політичних консультацій. – Х. : Права людини, 2009. – С. 50–55.

Додаток 1. ВАЛОВИЙ БОРГ ЗАГАЛЬНОГО УРЯДУ, % ВВП \*

Країна	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Австрія	10,889	9,963	9,678	11,724	16,740	20,480	24,276	27,065	28,647	30,605	30,731	30,202	29,420	27,961	26,191
Австрія	64,193	62,306	60,223	63,830	69,171	72,453	73,062	74,421	74,484	80,113	78,616	76,917	75,049	73,306	71,789
Азербайджан	13,334	10,241	8,608	7,297	11,792	11,148	10,107	11,599	13,754	15,940	17,987	19,560	20,866	21,808	22,335
Албанія	57,064	56,079	53,431	56,083	60,819	58,813	60,409	62,925	70,527	72,104	71,560	69,011	65,578	61,298	56,411
Алжир	27,218	26,865	13,935	8,822	10,814	11,663	9,942	10,001	9,280	9,861	8,103	7,362	7,160	6,980	6,476
Ангولا	38,559	18,721	16,426	16,616	49,877	39,803	32,201	29,605	34,574	37,437	37,786	37,393	38,342	40,655	42,571
Ангвіла і Барбуда	94,990	90,868	79,202	77,271	102,460	97,782	92,431	87,147	94,263	97,189	92,878	88,952	85,201	81,737	77,716
Аргентина	71,243	61,811	53,224	47,014	47,631	39,167	35,900	37,610	40,993	48,910	54,247	55,554	58,203	59,981	61,850
Багамські Острови	29,298	29,554	29,982	32,346	38,399	43,241	44,878	48,367	56,277	60,059	61,569	61,015	60,484	59,325	58,066
Бангладеш	42,758	42,787	42,497	40,719	39,514	35,347	36,103	35,085	35,171	33,923	32,936	32,363	31,786	30,890	29,853
Барбадос	46,088	48,432	51,848	54,385	63,194	70,338	76,486	86,194	97,233	102,001	103,883	105,228	106,161	106,353	105,998
Бахрейн	24,195	20,253	16,344	12,562	21,360	29,703	32,496	36,304	43,918	47,074	51,437	56,472	62,022	68,342	76,119
Беліз	95,893	90,632	85,976	79,750	83,663	83,212	79,410	75,128	75,844	76,602	75,881	96,288	93,132	90,981	88,822
Бельгія	91,952	87,947	84,006	89,170	96,582	96,609	99,185	101,145	101,167	101,927	101,725	100,536	98,814	96,670	94,154
Бенін	40,641	12,496	21,166	26,902	27,298	30,225	31,860	29,171	29,817	29,531	29,001	28,343	27,716	26,899	26,070
Білорусь	8,391	11,094	18,347	21,541	34,693	39,502	45,896	38,462	37,001	35,704	35,136	36,529	38,445	40,548	42,975
Болгарія	29,431	23,405	18,555	15,456	15,575	14,937	15,442	17,510	16,411	23,163	25,100	23,519	22,341	22,908	22,341
Болівія	80,375	55,230	40,506	37,155	39,992	38,520	34,687	33,357	32,562	29,831	27,142	25,361	24,090	22,866	21,756
Боснія і Герцеговина	25,515	21,248	18,712	30,898	35,785	39,137	40,800	44,649	42,539	46,149	46,032	44,584	42,150	38,715	35,856
Ботсвана	7,368	5,983	8,212	7,594	17,966	19,535	20,068	19,191	16,944	14,797	12,976	11,324	9,872	8,607	7,520
Бразилія	69,331	66,956	65,154	63,451	66,821	64,981	64,651	68,181	66,241	65,825	65,614	65,604	65,306	64,482	63,951
Бруней Даруссалям	0,000	0,658	0,758	1,044	1,230	1,233	2,362	2,360	2,480	2,287	2,283	2,221	2,185	2,063	1,989
Буркіна-Фасо	44,092	22,599	25,400	25,212	28,570	29,296	30,550	28,715	29,150	31,206	31,559	31,791	33,464	34,493	35,734
Бурунді	136,962	130,255	129,613	102,515	25,690	40,284	36,377	35,432	31,792	29,989	28,550	27,226	25,444	23,739	22,439
Бутан	84,539	82,467	75,973	58,576	70,693	57,486	68,566	72,216	89,188	108,093	117,664	124,944	125,038	119,391	119,304
В'єтнам	37,842	38,407	40,897	39,419	46,898	48,353	46,717	48,527	51,628	54,796	57,147	59,513	60,296	60,668	60,658
Вануату	26,276	22,162	19,110	20,612	20,521	19,355	20,862	21,026	20,508	22,451	25,034	27,704	29,532	31,229	31,671
Великобританія	41,694	42,706	43,724	51,893	67,100	78,460	84,322	89,063	90,584	91,982	93,114	92,916	91,070	88,369	84,897
Венесуела	45,534	34,479	30,837	23,320	28,555	36,298	43,307	45,965	52,111	46,193	41,322	38,908	37,726	37,626	37,706
Вірменія	20,467	16,183	14,249	14,631	34,136	33,741	35,691	38,901	41,402	41,459	42,510	43,022	41,837	41,896	40,256

\* Замінені калігінки – оцінки персоналу МВФ.

Продовження додатка 1

Країна	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Габон	48,113	38,063	39,471	16,739	23,322	20,214	17,275	18,520	18,813	18,490	18,885	21,253	24,610	28,389	31,678
Гайана	116,075	94,157	59,885	61,648	64,814	65,185	65,162	62,560	56,874	57,773	58,859	59,151	59,016	56,441	54,962
Гайті	47,194	39,048	34,790	38,282	28,023	17,528	11,978	16,383	21,304	24,527	29,928	33,711	36,893	39,799	42,327
Гамбія	135,995	140,551	60,909	63,922	62,583	69,639	77,274	77,175	81,870	80,220	75,232	70,789	66,675	62,810	59,358
Гана	48,034	26,192	31,006	33,395	36,227	46,468	42,552	49,820	55,648	65,322	71,055	70,807	68,320	66,315	66,887
Гватемала	20,757	21,651	21,340	20,126	22,918	24,099	23,679	24,329	24,625	24,821	25,273	25,691	26,108	26,437	26,748
Гвінея	150,231	137,071	92,383	90,158	89,325	99,638	77,770	35,435	39,455	36,487	31,388	27,430	23,643	20,548	17,824
Гвінея-Бісау	221,941	204,044	177,303	163,405	159,174	52,907	57,329	69,703	72,461	72,080	67,598	64,410	61,316	58,240	55,586
Гондурас	57,225	40,343	24,721	22,973	24,666	29,815	32,452	34,772	43,485	46,610	49,383	51,493	53,349	55,497	57,603
Гонконг	5,016	4,579	4,306	3,793	4,615	5,499	6,147	6,794	6,660	6,489	6,325	6,159	5,981	5,810	5,643
Гренада	87,742	93,394	89,533	84,394	91,661	97,561	100,853	103,074	109,795	111,290	110,208	106,391	102,124	97,501	93,046
Греція	101,228	107,469	107,232	112,902	129,688	148,329	170,320	157,188	175,080	174,247	170,982	160,523	151,997	144,612	135,344
Грузія	34,111	27,133	21,568	27,582	37,353	39,281	33,835	32,285	32,209	33,919	33,626	33,059	32,314	31,703	31,111
Данія	37,758	32,075	27,131	33,376	40,676	42,773	46,387	45,358	44,531	45,073	46,589	47,293	47,140	46,480	45,562
Джібуті	60,361	58,393	56,685	59,309	57,600	50,553	45,176	43,302	34,724	41,760	48,527	54,819	65,734	61,650	57,671
Домініка	83,798	78,991	72,986	65,231	64,160	68,792	69,662	73,327	75,068	75,588	75,706	75,738	75,693	76,040	76,775
Домініканська Республіка	21,290	19,424	17,519	19,603	22,729	23,753	25,098	29,483	33,489	35,487	36,853	38,297	39,318	40,096	40,900
АР Конго	88,910	99,985	83,407	86,953	89,797	27,166	22,993	19,931	19,972	20,693	21,748	22,116	23,720	24,906	25,499
Еквадор	35,022	28,829	27,197	22,237	16,370	19,174	18,252	21,317	24,364	27,003	29,973	31,806	30,605	29,459	28,739
Екваторіальна Гвінея	2,878	1,569	1,013	0,577	7,189	11,170	7,895	10,163	8,976	6,984	6,022	5,185	5,667	6,640	6,702
Еритрея	156,215	151,644	156,656	174,915	144,602	143,765	133,016	125,768	125,999	124,948	126,630	125,797	128,467	128,886	127,340
Естонія	4,540	4,370	3,646	4,466	7,012	6,539	6,073	9,708	9,845	10,188	10,385	10,257	9,737	9,058	8,241
Ефіопія	76,807	39,403	37,241	30,797	25,367	27,944	26,215	21,184	21,856	22,822	23,431	23,855	24,169	24,887	24,757
Єгипет	103,321	90,347	80,193	70,197	73,025	73,172	76,633	78,900	89,179	93,831	94,514	94,354	94,616	94,285	93,520
Ємен	43,801	40,842	40,408	36,421	49,842	42,380	45,726	47,312	48,159	48,198	47,394	47,980	47,823	47,369	47,081
Замбія	16,718	24,999	21,932	19,196	20,522	18,892	20,565	25,474	28,674	32,365	31,376	31,246	31,455	31,898	32,188
Зімбабве	38,831	45,080	50,534	69,428	68,294	63,192	51,761	56,730	55,161	58,547	58,504	55,612	54,915	53,542	52,234
Йорданія	84,308	76,330	73,770	60,244	64,775	67,113	70,728	80,173	85,827	90,026	91,113	89,196	85,698	82,017	78,991
Ізраїль	88,926	80,959	73,902	72,655	75,019	71,073	69,652	68,312	67,624	67,426	67,111	66,360	65,360	64,346	62,931
Індія	80,894	77,108	74,025	74,536	72,527	67,458	66,753	66,619	61,494	60,484	59,533	58,498	57,801	57,031	56,233
Індонезія	46,346	38,989	35,050	33,238	28,636	26,086	24,381	24,032	26,105	26,179	25,996	25,955	25,310	24,238	23,224
Ірак	220,376	152,004	116,095	72,613	83,965	51,032	39,117	33,464	31,338	30,734	29,849	15,335	14,483	14,248	9,919
Ірландія	26,206	23,776	23,965	42,598	62,184	87,409	98,936	111,411	116,093	112,440	111,676	108,731	105,820	101,684	97,456

Продовження додатка 1

Країна	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Іран	14,523	13,241	13,127	10,217	11,469	13,476	9,193	11,779	11,251	11,223	11,147	11,725	12,544	13,593	14,719
Ісландія	25,268	29,986	28,493	70,363	87,929	92,987	99,344	96,854	89,864	86,403	88,190	81,450	76,913	72,650	68,700
Іспанія	43,165	39,679	36,301	40,172	53,977	61,656	70,469	85,949	93,905	98,639	101,101	102,143	102,137	101,137	99,636
Італія	105,721	106,346	103,277	106,085	116,420	119,288	120,691	126,969	132,530	136,718	136,427	134,060	131,350	128,668	125,623
Кабо-Верде	85,339	77,727	64,981	58,250	64,592	72,978	77,770	91,348	99,362	110,429	115,973	118,175	118,031	114,698	109,262
Казахстан	8,099	6,667	5,874	6,766	10,227	10,683	10,408	12,392	12,861	13,724	14,483	14,308	13,888	14,178	14,826
Камбоджа	36,038	32,667	30,625	27,462	28,918	29,059	28,530	28,722	28,389	28,934	28,909	28,504	27,883	27,439	27,068
Камерун	51,546	15,863	11,956	9,715	10,092	11,527	13,245	15,429	19,047	24,394	28,561	31,585	34,376	36,845	39,072
Канада	71,185	70,375	66,710	70,841	83,001	84,562	85,890	88,116	88,828	89,082	86,822	85,425	84,247	83,563	83,059
Катар	17,559	12,467	8,032	10,303	33,624	29,282	32,662	35,756	34,339	25,468	24,790	24,408	21,396	17,598	13,919
Кенія	47,040	43,790	38,013	40,749	41,241	44,159	42,014	40,786	41,036	44,708	46,561	46,609	46,569	46,133	45,796
Киргизька Республіка	85,940	72,499	56,805	48,458	58,067	59,726	49,380	48,975	47,725	51,069	50,008	49,782	47,320	45,675	46,529
Китай	33,814	31,494	34,826	31,665	35,794	36,556	36,535	37,398	39,364	40,724	41,844	42,911	43,819	44,513	44,942
Кіпр	70,815	65,443	58,796	48,891	58,532	61,327	71,476	86,622	111,536	117,414	125,974	122,506	116,386	111,120	106,520
Кірибаті	11,118	31,511	31,116	27,879	28,714	32,073	29,167	11,628	13,332	15,905	19,857	24,081	28,400	33,213	37,764
Колумбія	38,284	35,663	32,289	31,866	35,171	37,011	35,737	32,022	35,753	34,001	33,137	31,648	30,160	28,759	27,274
Коморські Острови	67,526	65,651	61,583	57,599	53,620	50,326	46,138	42,545	18,150	18,558	18,333	17,899	17,487	16,898	15,138
Коста-Рика	37,470	33,311	27,552	24,783	27,233	29,142	30,605	35,122	36,017	38,701	42,297	45,651	48,768	52,021	55,485
Кот-А'Івуар	80,399	79,441	73,997	70,828	64,242	63,048	93,251	44,776	39,924	36,474	34,307	33,095	32,083	31,125	30,512
Кувейт	14,137	10,570	11,832	9,570	11,018	11,339	8,545	6,789	6,153	5,900	5,708	5,452	5,127	4,798	4,479
Лаос	84,969	71,888	64,231	60,344	63,204	62,095	56,902	62,191	61,326	61,235	60,090	59,363	58,638	55,407	53,735
Латвія	11,847	9,901	7,793	17,197	32,860	39,744	37,469	36,418	35,024	35,985	35,285	34,065	33,631	31,869	30,783
Лесото	60,263	62,585	58,163	50,418	37,248	34,928	37,570	39,710	42,733	41,067	40,106	39,335	40,184	42,483	47,270
Литва	18,383	17,949	16,828	15,524	29,453	38,256	39,195	40,952	39,297	39,960	39,518	38,856	38,061	37,217	36,246
Ліберія	647,671	598,150	486,488	312,590	176,375	35,147	30,983	28,081	29,793	34,655	40,485	41,445	41,579	41,413	40,850
Ліван	180,699	185,188	171,023	163,092	145,566	138,391	133,877	134,267	141,001	144,871	147,414	149,114	151,234	153,287	155,548
Лівія	0,642	0,551	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Люксембург	6,070	6,681	6,673	14,436	15,537	19,521	18,703	21,718	23,113	24,204	26,454	28,408	30,708	32,886	35,208
М'яма	110,315	90,447	62,420	53,055	55,085	49,629	49,387	48,036	39,778	39,454	39,832	40,312	40,495	40,559	40,649
Маврикій	53,530	51,014	47,283	44,030	52,118	51,987	52,112	51,481	53,834	53,465	53,628	53,055	52,366	52,146	51,702
Мавританія	182,066	86,755	96,853	80,797	96,089	89,647	81,291	89,481	87,646	70,043	69,673	65,677	59,477	51,697	49,150
Мадagasкар	86,364	37,359	32,817	31,797	33,440	31,957	32,554	33,790	34,177	33,990	33,957	34,694	35,660	36,621	37,807
Македонія	39,531	30,752	22,954	20,915	24,147	24,452	27,946	33,432	35,856	36,346	37,538	38,433	38,853	39,368	39,274



Продовження додатка 1

Країна	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Малаві	141,175	36,400	35,377	44,561	43,429	37,410	41,791	53,429	72,860	57,912	48,576	42,170	37,747	33,685	30,674
Малайзія	42,713	41,544	41,215	41,228	52,800	53,510	54,205	56,219	57,707	56,621	54,938	53,635	52,839	52,153	51,759
Малі	53,073	20,358	21,129	22,615	24,700	28,685	29,132	29,917	32,054	33,389	33,757	34,847	36,002	36,430	36,966
Мальдіви	49,054	44,204	45,326	44,901	57,223	65,173	68,130	75,443	83,495	98,297	108,900	120,691	131,405	140,614	147,878
Мальта	67,950	62,488	60,715	60,913	66,531	65,924	68,849	70,463	72,192	71,905	71,272	70,272	69,573	68,965	68,478
Марокко	64,561	59,378	54,626	48,227	47,959	51,298	54,385	60,449	64,563	65,979	66,208	65,466	64,383	63,294	61,823
Маршаллові Острови	67,049	70,569	74,253	64,219	61,848	64,691	60,135	58,174	54,959	52,757	50,154	49,834	49,362	49,014	48,340
Мексика	39,019	37,752	37,534	42,827	43,924	42,229	43,199	43,204	46,391	47,954	49,034	49,708	49,563	48,945	48,312
Мікронезія	24,715	25,040	25,758	28,348	30,486	28,644	28,107	26,785	26,283	25,846	25,394	24,913	24,348	23,778	23,125
Мозамбік	80,960	53,613	41,923	42,143	45,599	45,809	39,579	42,708	47,825	51,350	53,573	54,304	54,199	53,527	52,907
Молдова	35,928	30,904	24,609	19,257	29,125	26,852	24,149	24,538	23,841	25,358	27,980	31,099	34,167	37,641	40,552
Намбія	26,049	23,843	19,064	17,724	16,052	15,650	22,937	24,394	25,530	27,567	29,050	29,734	31,283	32,757	35,345
Непал	51,926	49,547	42,785	41,247	39,338	35,437	33,187	34,305	31,195	26,257	24,322	23,185	22,715	22,756	23,307
Нігер	66,321	27,143	25,148	21,057	27,737	23,923	27,122	27,402	27,017	41,767	44,234	45,136	41,932	39,536	37,387
Нігерія	19,975	8,050	8,513	7,527	9,628	9,579	10,168	10,401	10,353	10,581	11,096	11,152	11,616	12,198	13,605
Нідерланди	49,211	44,628	42,545	54,660	56,389	59,006	61,262	66,518	68,606	69,413	69,615	68,831	67,519	66,686	65,378
Нікарагуа	71,400	54,923	32,385	28,662	32,909	33,655	32,663	31,526	30,934	29,897	28,952	28,430	27,497	26,706	25,741
Німеччина	68,552	68,021	65,215	66,812	74,579	82,532	79,993	81,044	78,427	75,501	72,540	69,347	66,238	63,250	60,451
Нова Зеландія	21,757	19,305	17,180	20,119	25,731	31,938	36,977	37,496	36,139	34,935	34,505	35,000	33,733	30,641	28,147
Норвегія	43,095	53,704	50,491	48,605	43,263	43,267	28,953	29,516	29,516	29,516	29,516	29,516	29,516	29,516	29,516
ОАЕ	6,632	6,842	7,853	12,531	24,084	22,236	17,606	17,086	11,656	11,433	11,351	11,307	11,162	10,838	10,360
Оман	9,871	8,910	7,105	4,842	6,890	5,712	5,639	6,206	7,349	8,130	8,956	9,673	10,245	10,694	11,025
Пакистан	58,921	54,395	52,586	57,925	59,129	61,464	59,526	63,961	64,269	63,688	63,054	61,704	59,731	57,543	55,990
Панама	66,158	61,040	52,900	45,377	45,440	44,092	43,786	42,615	41,604	42,843	42,451	40,189	37,895	35,444	33,225
Папуа Нова Гвінея	48,053	39,639	33,668	31,650	31,333	25,303	22,273	26,779	34,795	38,345	32,237	32,756	32,365	31,832	30,949
Парагвай	25,429	21,190	17,029	12,723	17,107	13,488	11,498	14,138	14,242	18,545	17,677	17,185	16,776	16,527	16,362
Перу	40,273	34,894	31,870	27,963	28,413	25,240	23,214	21,229	19,996	19,310	19,160	18,599	18,039	16,680	14,628
Південна Африка	33,201	30,968	28,331	27,232	31,579	35,313	38,820	42,091	45,192	47,946	50,770	53,722	55,844	57,531	59,047
Південний Судан	н. а.	н. а.	н. а.	н. а.	н. а.	н. а.	0,000	6,595	14,621	22,686	14,599	18,660	17,771	17,648	17,869
Польща	47,088	47,738	44,986	47,106	50,907	54,877	56,226	55,555	57,125	49,426	49,014	48,454	47,114	45,695	44,186
Португалія	62,533	63,685	68,384	71,694	83,698	93,992	108,248	124,077	128,934	131,257	128,722	126,462	124,054	121,763	119,315
Республіка Конго	108,271	98,816	97,957	68,063	61,626	22,888	33,087	34,141	38,186	38,226	35,531	33,883	29,588	29,313	30,053
Республіка Корея	26,959	29,272	28,651	27,981	31,224	30,999	31,728	32,316	33,903	35,443	36,166	36,296	36,095	35,597	34,917

Продовження додатка 1

Країна	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Росія	15,912	10,504	8,607	7,978	10,627	11,346	11,641	12,651	13,910	15,695	16,531	16,321	16,079	16,061	16,306
Руанда	70,665	26,577	27,189	21,444	23,053	23,061	23,723	23,482	28,736	29,052	29,660	30,794	32,260	32,566	29,692
Румунія	17,638	12,622	12,720	13,639	23,785	31,129	34,345	38,183	39,374	39,870	39,638	39,443	38,576	37,592	36,509
Сальвадор	38,549	39,099	38,031	39,253	48,214	49,664	49,964	55,204	55,462	57,749	59,888	62,202	64,501	66,801	69,116
Сан-Томе і Принсіпі	300,278	265,933	104,066	60,003	69,227	78,121	73,278	83,818	74,264	71,625	71,664	71,769	70,153	68,675	66,197
Саудівська Аравія	37,342	25,831	17,115	12,056	13,989	8,448	5,397	3,590	2,676	2,575	2,487	2,385	2,284	2,182	2,081
Свазіленд	15,766	15,978	17,611	15,633	11,771	15,851	16,634	17,376	17,771	17,231	19,433	22,614	25,725	28,134	30,173
Сейшельські Острови	144,064	135,071	144,048	130,009	123,510	81,894	73,250	77,480	65,253	64,255	60,997	57,487	53,597	49,593	46,600
Сенегал	45,664	21,838	23,485	23,918	34,049	35,545	40,740	43,405	46,811	50,295	50,978	51,015	50,908	50,517	49,904
Сент-Вінсент і Гренадіни	66,358	63,559	55,468	57,124	63,442	65,435	67,746	72,213	73,984	78,058	80,258	80,878	79,909	78,056	75,955
Сент-Кітс і Невіс	157,919	143,781	135,002	131,932	144,254	159,306	151,654	172,263	103,088	86,194	80,111	73,519	67,877	64,885	60,177
Сент-Люсія	60,824	56,782	56,753	56,782	59,790	62,578	66,979	74,135	79,567	84,605	89,033	93,622	98,047	102,280	106,314
Сербія	56,291	42,209	34,584	33,393	38,067	46,488	49,499	62,418	65,801	75,625	79,617	83,109	85,091	87,149	88,931
Сирія	50,710	44,977	42,672	37,319	31,212	30,024	Н. А.	Н. А.	Н. А.	Н. А.	Н. А.	Н. А.	Н. А.	Н. А.	Н. А.
Сінгапур	92,068	85,117	84,717	95,343	99,341	97,368	101,753	106,645	103,460	103,114	101,015	99,264	97,560	95,863	97,342
Словацька Республіка	34,156	30,489	29,378	27,862	35,563	40,971	43,648	52,659	55,418	55,653	55,740	54,540	52,657	50,877	49,260
Словенія	26,302	26,000	22,704	21,554	34,423	37,926	46,154	53,336	70,017	77,402	75,550	77,345	78,739	79,563	80,167
Соломонові Острови	54,411	49,408	43,179	35,028	33,243	27,816	21,610	17,690	14,814	14,600	15,037	15,452	16,454	17,610	18,890
США	64,891	63,645	64,017	72,842	86,050	94,769	99,024	102,516	104,196	105,619	105,061	104,852	104,258	103,655	103,686
Судан	94,948	74,976	70,709	68,848	72,106	73,102	70,463	94,344	90,339	90,787	87,639	84,952	81,715	78,273	74,916
Сурнам	28,841	23,965	17,377	15,639	15,553	18,474	20,366	22,244	29,765	33,473	36,138	39,777	39,669	39,081	38,640
Сьєрра-Леоне	130,912	103,110	42,179	42,374	48,050	46,847	44,900	36,903	30,500	33,036	33,180	33,174	34,387	35,374	36,039
Таджикистан	41,796	35,291	34,603	29,955	36,220	36,342	35,430	32,330	29,195	28,817	28,381	29,055	30,404	31,204	30,908
Тайвань, провінція КНР	34,931	34,195	33,289	34,667	38,009	38,285	39,991	40,986	41,099	40,029	38,922	37,560	35,747	33,665	31,455
Тайланд	47,561	41,992	38,347	37,267	45,217	42,644	41,693	45,440	45,853	47,933	48,412	49,091	49,814	50,652	51,822
Танзанія	55,973	42,648	27,561	28,596	32,574	37,116	40,151	40,400	40,509	42,113	42,752	42,786	42,996	43,060	42,302
Того	81,730	90,741	107,180	88,480	73,404	47,333	44,620	45,109	44,583	45,040	44,451	43,324	42,465	41,747	40,750
Тринідад і Тобаго	36,839	32,575	26,093	21,523	30,591	35,753	33,437	37,222	30,698	30,533	33,901	37,311	40,980	44,902	48,601
Тувалу	Н. А.	39,787	34,464	76,941	63,178	55,635	45,318	43,049	41,104	56,920	48,644	41,211	33,373	26,729	21,514
Туніс	52,482	48,791	45,941	43,292	42,774	40,661	44,488	44,504	44,843	50,468	54,061	55,124	55,263	53,942	52,650
Туреччина	52,710	46,524	39,907	39,985	46,073	42,335	39,137	36,152	36,265	33,146	33,146	32,374	31,883	31,130	30,638
Туркменістан	5,379	3,334	2,416	2,809	2,436	4,114	10,048	18,066	20,515	15,798	14,326	12,734	12,281	8,834	7,106
Уганда	52,821	35,493	21,941	21,428	21,431	26,841	29,300	31,067	33,260	35,410	38,717	41,151	42,452	42,941	45,700

Країна	Закінчення додатка 1														
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Угорщина	61,687	65,909	67,049	72,977	79,793	82,130	82,107	79,839	79,333	79,094	79,173	78,883	78,513	78,093	77,701
Узбекистан	28,193	21,340	15,786	12,733	10,981	9,961	9,088	8,624	8,534	8,578	8,597	8,690	8,848	9,020	9,201
Україна	17,702	14,803	12,313	20,549	33,380	40,505	36,817	37,367	40,939	67,615	73,417	71,130	66,414	58,932	51,083
Уругвай	83,919	75,697	67,985	67,751	65,584	61,557	58,988	59,480	62,141	66,353	67,287	67,425	67,200	67,121	67,007
Філіппіни	49,089	59,890	51,387	51,430	55,797	56,158	54,481	53,259	51,412	50,107	48,962	48,236	47,409	46,619	45,915
Фінляндія	59,169	51,582	44,640	44,167	44,343	43,462	41,412	40,585	39,094	36,271	33,898	32,048	30,269	28,647	27,164
Франція	39,937	38,059	33,886	32,530	41,548	46,575	47,297	51,826	54,712	57,925	59,348	59,687	59,471	59,177	58,279
Хорватія	65,853	63,197	63,243	67,019	77,983	80,826	84,423	88,730	91,769	95,203	97,670	98,934	99,017	97,939	95,876
ЦАР	38,154	35,402	32,852	29,304	35,821	42,621	47,446	54,219	60,214	66,293	68,489	69,504	69,564	69,276	68,999
Чад	108,771	94,744	79,073	80,164	36,799	32,311	32,617	30,528	50,929	45,679	47,193	51,056	55,205	59,828	64,752
Чеська Республіка	24,403	27,449	23,371	18,699	23,905	25,571	29,093	28,518	31,009	31,868	27,979	24,007	21,158	19,715	19,744
Чилі	28,414	28,280	27,943	28,696	34,564	38,365	41,410	46,154	46,043	44,355	44,369	44,171	43,554	42,976	42,342
Чорногорія	6,997	4,994	3,890	4,919	5,834	8,599	11,144	11,978	12,795	13,863	14,597	15,004	15,287	15,275	15,250
Швейцарія	38,590	32,623	27,503	28,996	38,249	40,939	45,983	53,972	58,018	60,272	62,892	66,624	70,055	72,887	71,707
Швеція	70,139	62,357	55,590	50,459	49,789	48,905	49,144	49,180	48,251	47,165	46,433	44,321	42,059	39,952	38,876
Шрі-Ланка	50,360	45,237	40,194	38,782	42,560	39,444	38,650	38,322	40,495	42,155	41,318	39,283	36,830	33,718	30,376
Ямайка	90,605	87,885	84,997	81,370	86,064	81,909	78,452	79,172	78,319	76,550	74,081	71,687	69,705	68,029	66,072
Японія	119,313	117,136	114,528	127,009	141,857	143,414	141,720	146,512	141,642	139,941	131,450	125,489	116,961	108,838	100,768
	186,436	185,997	183,012	191,812	210,247	215,952	229,836	237,342	243,203	245,051	245,487	243,868	243,276	242,146	241,331

Джерело: World Economic Outlook Database, October 2014.

Додаток 2. ЧИСТИЙ БОРГ ЗАГАЛЬНОГО УРЯДУ, % ВВП \*

Країна	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Австралія	-3,812	-6,321	-7,267	-5,284	-0,597	3,927	8,087	11,242	13,367	15,836	16,644	16,878	16,786	15,980	14,839
Австрія	44,389	43,094	40,877	42,030	49,192	52,974	52,453	53,632	53,695	59,325	57,827	56,128	54,260	52,517	51,000
Албанія	57,064	56,079	53,431	56,083	60,819	58,813	60,409	62,925	70,527	72,104	71,560	69,011	65,578	61,298	56,411
Алжир	2,850	-7,611	-20,445	-29,933	-32,489	-28,722	-27,105	-24,955	-23,715	-17,781	-16,310	-14,067	-11,704	-10,258	-9,414
Антигуа і Барбуда	94,990	90,868	79,202	77,271	102,460	90,782	92,431	87,147	94,263	97,189	92,878	88,952	85,201	81,737	77,716
Багамські Острови	29,298	29,554	29,982	32,346	38,399	43,241	44,878	48,367	56,277	60,059	61,569	61,015	60,484	59,325	58,066
Бахрейн	24,195	20,253	16,344	12,562	21,360	29,703	32,496	36,304	43,918	47,074	51,437	56,472	62,022	68,342	76,119
Беліз	95,893	90,632	85,976	79,750	83,663	83,212	79,410	75,128	75,844	76,602	75,881	96,288	93,132	90,981	88,822
Бельгія	81,963	77,025	73,071	73,292	78,942	79,388	81,525	82,442	83,793	84,864	85,063	84,328	83,035	81,296	79,162
Болгарія	-7,635	-10,446	-10,221	-13,613	-13,851	-13,613	-11,316	-10,339	-8,983	-4,751	-3,615	-3,191	-3,120	-3,406	-4,264
Болівія	71,088	41,886	27,258	20,607	23,144	18,382	14,438	11,046	10,444	9,186	7,503	7,213	8,013	9,113	10,357
Боснія і Герцеговина	19,116	13,169	4,387	21,611	27,290	32,163	34,759	38,789	37,143	40,899	41,077	39,927	37,799	34,650	32,056
Бразилія	48,436	47,270	45,120	38,046	41,530	39,146	36,412	35,293	33,569	33,653	32,903	32,488	32,029	31,299	30,882
В'єтнам	37,842	38,407	40,897	39,419	46,898	48,353	46,717	48,527	51,628	54,796	57,147	59,513	60,296	60,668	60,658
Великобританія	37,408	37,945	38,295	47,519	61,929	71,569	76,221	80,895	82,544	83,879	85,041	84,828	82,990	80,285	76,815
Гайана	116,075	94,157	58,874	57,303	59,947	61,208	63,327	55,863	52,145	52,775	53,287	53,072	52,472	51,512	50,288
Гамбія	135,995	140,551	60,909	63,922	62,583	69,639	77,274	77,175	81,870	80,212	75,155	70,643	66,466	62,533	59,057
Гана	43,645	21,898	23,222	29,901	32,695	43,241	38,702	47,730	53,246	63,263	69,280	69,244	65,447	62,194	61,642
Гвінея	150,231	137,071	92,383	90,158	89,325	99,638	77,770	35,435	39,455	36,487	31,388	27,430	23,643	20,548	17,824
Гренада	87,742	93,394	89,533	84,394	91,661	97,561	100,853	103,074	109,795	111,290	110,208	106,391	102,124	97,501	93,046
Греція	101,228	107,469	107,232	112,902	129,688	148,329	170,320	153,496	169,734	168,816	166,573	157,632	149,569	141,311	129,673
Данія	10,544	1,933	-3,824	-6,135	-4,574	-1,607	2,624	7,473	5,547	6,877	9,638	11,641	12,840	13,485	13,814
Домініка	83,798	78,991	72,986	65,231	64,160	68,792	69,662	73,327	75,068	75,588	75,706	75,738	75,693	76,040	76,775
Домініканська Республіка	21,290	19,424	17,519	19,603	22,729	23,753	25,098	29,483	33,489	35,487	36,853	38,297	39,318	40,096	40,900
Екваторіальна Гвінея	2,878	1,569	1,013	0,577	7,189	11,170	7,895	10,163	8,976	6,984	6,022	5,185	5,667	6,640	6,702
Естонія	-7,397	-8,671	-8,507	-5,643	-6,798	-5,463	-3,788	-0,251	0,719	1,569	2,471	2,884	2,499	1,800	0,833
Ефіопія	68,509	29,568	29,218	25,855	21,289	23,734	20,741	17,863	19,106	20,473	21,459	22,192	22,757	23,292	23,741
Сьєтпел	71,065	71,366	64,489	55,564	58,746	60,033	64,317	67,791	78,193	84,136	86,237	87,178	88,405	88,923	88,885

\* Загальні дані – оцінки персоналу МВФ.

Продовження додатка 2

Країна	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Ємен	37,065	32,999	35,236	31,422	43,633	38,275	42,340	45,276	46,671	46,871	46,251	46,956	46,912	46,559	46,354
Замбія	13,093	21,604	17,601	16,285	16,466	15,945	16,229	19,989	24,856	28,556	29,309	29,443	29,738	30,233	30,484
Йорданія	83,960	68,855	67,595	54,838	57,124	61,096	65,444	75,300	78,800	86,100	87,400	85,800	82,500	75,967	73,039
Ізраїль	80,600	72,400	66,500	65,300	67,000	64,900	64,100	63,000	61,495	62,049	61,990	61,483	60,724	59,946	58,748
Іран	-0,630	-0,981	-3,015	-3,307	2,791	2,174	-2,708	0,677	2,485	3,401	4,234	5,550	6,970	8,494	10,034
Ірландія	14,510	11,146	10,144	20,432	37,212	67,472	80,774	87,981	92,234	93,000	93,062	91,210	88,900	85,387	81,731
Ісландія	19,255	20,905	18,304	55,554	70,320	69,240	64,435	66,766	65,824	60,854	56,523	53,102	50,499	47,951	45,577
Іспанія	34,850	30,654	26,700	30,801	24,749	33,177	39,806	52,580	60,469	65,557	68,777	70,697	71,598	71,562	71,031
Італія	89,191	89,576	87,086	89,347	97,482	99,654	102,009	106,138	110,786	114,287	114,044	112,065	109,800	107,558	105,013
Кабо-Верде	80,489	74,078	59,188	53,459	58,837	65,028	71,406	87,319	94,854	105,921	111,466	113,667	113,523	110,191	104,754
Казахстан	-6,129	-10,855	-13,792	-13,913	-11,044	-10,249	-13,015	-16,209	-17,858	-24,086	-24,883	-26,387	-27,723	-28,180	-27,938
Камерун	51,546	15,863	11,956	9,715	10,092	11,527	13,245	15,429	19,047	24,394	28,561	31,585	34,376	36,845	39,072
Канада	31,628	27,809	24,346	24,259	29,944	32,885	35,083	36,650	37,623	38,646	39,054	39,006	38,662	38,205	37,505
Катар	12,683	7,837	3,726	6,099	29,252	24,296	23,919	26,167	18,198	10,488	11,051	11,842	9,807	6,858	3,479
Кенія	43,028	39,738	34,254	37,553	39,193	41,918	38,697	37,039	38,688	41,466	41,925	42,448	42,618	42,293	41,996
Колумбія	27,956	25,196	22,296	21,988	26,148	29,020	27,169	22,821	24,921	23,926	23,747	22,929	22,061	21,230	20,295
Коморські Острови	67,526	65,651	61,583	57,599	53,620	50,326	46,138	42,545	18,150	18,558	18,333	17,899	17,487	16,898	15,138
Коста-Рика	37,470	33,311	27,552	24,783	27,233	29,142	30,605	35,122	36,017	38,701	42,297	45,651	48,768	52,021	55,485
Латвія	9,844	7,568	4,791	11,773	21,625	28,374	30,020	29,320	32,050	31,903	31,335	30,257	29,978	29,068	28,078
Лесото	60,263	62,585	58,163	-11,715	-17,360	-4,726	1,668	-5,574	-3,047	-5,100	0,409	3,189	3,675	5,743	9,258
Литва	13,883	10,989	11,096	12,722	23,399	31,026	34,752	34,687	32,693	33,607	33,499	33,189	32,740	32,225	31,566
Ліберія	693,804	627,170	464,466	289,443	122,731	-19,475	-16,910	-8,179	-2,556	3,699	9,772	15,054	17,854	21,352	21,542
Ліван	172,406	180,199	165,183	151,166	132,121	129,024	128,266	126,755	131,304	135,683	138,825	141,100	143,708	146,214	148,900
Лівія	-63,153	-82,191	-86,063	-77,786	-100,743	-96,150	-202,548	-95,400	-114,728	-101,504	-49,362	-23,858	-9,304	1,846	11,182
Маврикій	53,530	51,014	47,283	44,030	52,118	51,987	52,112	51,481	53,834	53,465	53,628	53,055	52,366	52,146	51,702
Македонія	32,137	22,098	19,162	18,851	21,404	21,815	26,274	29,188	31,891	35,133	36,535	37,247	37,521	38,003	38,084
Малаві	136,968	33,944	29,832	38,407	39,578	32,388	36,200	49,722	64,861	53,748	45,490	39,501	35,377	31,550	28,741
Малі	49,993	14,949	15,194	16,730	15,504	18,535	20,352	24,760	25,474	28,755	31,117	32,658	33,726	34,377	35,033
Мальдіви	39,769	35,758	35,362	35,895	52,188	60,408	63,259	70,788	79,250	94,327	105,092	117,049	127,930	137,300	144,712
Марокко	61,918	56,844	53,093	47,489	47,270	50,780	53,967	59,912	64,037	65,454	65,682	64,941	63,857	62,768	61,298

Продовження додатка 2

Країна	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Мексика	31,502	29,753	29,066	33,152	36,235	36,238	37,461	37,726	40,388	42,142	43,244	43,885	43,776	43,157	42,526
Молдова	35,928	30,904	24,609	19,257	29,125	26,852	24,149	24,538	23,841	25,358	27,980	31,099	34,167	37,641	40,552
Намбія	26,049	20,255	12,426	8,693	8,659	11,927	18,199	18,347	22,451	26,337	0,029	27,481	27,699	29,856	32,115
Непал	51,926	49,547	42,785	41,247	39,338	35,437	33,187	34,305	31,195	26,257	24,322	23,185	22,715	22,756	23,307
Нігер	2,457	-37,003	2,110	1,135	1,477	1,601	3,021	1,901	2,651	14,757	3,386	3,498	3,313	3,272	3,203
Нігерія	12,610	3,625	3,426	0,642	6,688	9,226	8,239	7,296	9,182	22,343	11,093	10,367	11,286	11,207	12,615
Нідерланди	24,776	23,047	20,319	19,277	21,142	24,312	26,463	30,293	32,485	34,597	35,937	36,878	37,368	37,417	37,021
Німеччина	53,236	52,826	50,001	50,006	56,545	58,329	56,608	58,154	56,133	53,862	51,562	49,057	46,601	44,208	41,964
Нова Зеландія	11,302	8,780	6,495	7,369	11,640	16,948	22,081	25,336	25,998	26,604	27,163	26,085	24,654	22,658	20,517
Норвегія	-123,773	-137,602	-144,037	-129,399	-159,321	-168,657	-162,930	-172,355	-207,044	-211,645	-214,597	-216,438	-216,885	-216,305	-215,090
ОАЕ	-97,496	-98,625	-102,112	-101,934	-111,232	-97,403	-85,610	-89,619	-90,410	-94,531	-96,461	-98,587	-98,814	-97,287	-94,283
Пакистан	55,652	50,557	47,938	53,156	55,521	57,924	56,246	60,656	61,470	61,340	61,077	60,024	58,297	56,322	54,951
Панама	62,605	59,427	51,528	44,184	43,488	39,628	39,794	39,136	38,513	40,045	38,994	37,873	35,774	33,488	31,420
ПАР	29,932	26,949	23,907	22,824	26,419	29,305	32,304	36,114	39,160	42,776	46,452	50,135	52,867	55,080	57,059
Перу	31,898	24,061	16,740	13,009	12,229	10,263	7,125	4,365	3,333	3,232	3,222	3,485	3,691	3,575	3,378
Південний Судан	н. а.	н. а.	н. а.	н. а.	н. а.	н. а.	н. а.	н. а.	н. а.	н. а.	н. а.	н. а.	н. а.	н. а.	н. а.
Польща	15,867	14,991	10,218	9,920	14,894	20,873	25,638	26,762	30,601	22,678	23,267	23,707	23,367	22,947	22,439
Португалія	57,751	58,558	63,658	67,490	79,672	89,569	97,769	114,032	118,477	123,793	123,567	121,479	119,247	117,128	114,847
Республіка Корея	25,476	27,639	26,865	26,810	29,901	29,764	30,555	30,478	33,290	34,861	35,616	35,779	35,610	35,142	34,490
Саудівська Аравія	17,212	1,211	-16,452	-42,402	-45,037	-43,364	-43,204	-52,853	-56,969	-56,246	-52,205	-46,629	-39,693	-30,864	-22,297
Свазіленд	8,854	5,681	-1,332	-6,474	-5,130	4,675	7,668	5,641	3,968	4,515	7,641	11,651	15,494	19,319	23,070
Сейшельські Острови	137,290	125,920	140,055	126,091	119,194	75,808	68,437	65,743	53,926	49,343	46,840	44,160	40,978	37,623	35,387
Сент-Вінсент і Гренадіни	61,435	58,844	51,353	54,337	60,412	62,391	64,747	69,330	70,217	74,479	76,545	77,022	75,959	74,080	72,037
Сербія	51,227	33,929	27,892	29,709	32,593	41,406	43,524	55,787	56,912	68,112	74,629	79,132	81,876	84,620	86,423
Сирія	31,240	28,817	27,041	21,688	17,937	18,807	н. а.	н. а.	н. а.	н. а.	н. а.	н. а.	н. а.	н. а.	н. а.
Соломонові Острови	44,636	40,819	34,708	30,433	27,515	17,882	6,198	5,717	4,752	7,907	8,130	7,794	7,637	6,886	5,900
США	46,265	44,762	44,489	50,448	62,111	69,665	76,059	79,443	80,360	80,777	80,883	81,010	80,718	80,539	80,812
Сьєрра-Леоне	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,002
Тринідад і Тобаго	24,300	14,851	10,647	5,026	9,875	10,703	9,092	13,026	6,674	7,166	10,321	13,233	16,405	19,904	23,279
Туреччина	45,972	38,978	32,710	32,541	37,532	34,743	31,310	27,770	27,439	24,982	24,526	23,813	23,460	22,856	22,516

Продовження додатка 2

Країна	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Угорщина	59,478	63,308	64,509	64,826	73,909	76,665	75,671	73,516	73,560	73,551	73,850	73,776	73,615	73,391	73,186
Україна	13,881	11,740	10,119	18,340	31,936	38,416	34,455	35,169	38,709	65,327	71,429	69,338	64,923	57,593	49,875
Уругвай	50,723	47,443	37,808	31,612	31,937	31,699	28,725	25,991	24,473	24,685	26,619	28,425	29,200	30,121	30,507
Фіджі	47,474	53,801	48,944	47,507	52,281	52,131	49,944	48,301	45,828	45,203	44,282	43,770	43,158	42,573	42,066
Фінляндія	-56,111	-66,669	-69,896	-50,122	-59,824	-62,626	-52,016	-53,551	-50,683	-47,635	-45,136	-42,729	-40,825	-39,181	-37,838
Франція	58,770	57,838	57,749	60,315	70,061	73,746	76,381	81,650	84,688	88,122	90,589	91,853	91,936	90,858	88,796
Чилі	-0,005	-6,628	-12,966	-19,275	-10,562	-7,033	-8,609	-6,793	-5,651	-4,330	-3,095	-2,252	-1,820	-1,652	-1,495
Чорногорія	38,590	32,623	27,503	23,654	29,936	35,629	43,412	51,468	56,301	58,504	61,444	64,951	68,146	70,734	69,319
Швейцарія	45,219	39,707	32,006	29,425	28,663	28,092	28,230	28,250	27,717	27,093	26,672	25,459	24,160	22,950	22,332
Швеція	-1,681	-13,470	-17,410	-12,529	-19,565	-21,021	-18,716	-22,218	-20,322	-17,726	-16,254	-15,412	-15,145	-15,527	-16,358
Японія	82,154	81,028	80,488	95,281	106,193	113,124	127,250	129,451	134,036	137,802	139,968	140,316	140,904	140,830	140,696

Джерело: World Economic Outlook Database, October 2014.

Додаток 3. ЧИСТЕ КРЕДИТУВАННЯ/ЗАПОЗИЧЕННЯ ЗАГАЛЬНОГО УРЯДУ, % ВВП \*

Країна	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Австралія	1,724	1,724	1,425	-1,131	-4,601	-5,106	-4,465	-3,491	-3,525	-3,338	-1,823	-1,023	-0,527	-0,191	0,199
Австрія	-1,802	-1,675	-0,994	-1,004	-4,124	-4,498	-2,440	-2,579	-1,516	-3,041	-1,523	-0,847	-0,677	-0,566	-0,540
Азербайджан	2,431	1,150	2,294	19,988	6,573	13,978	11,579	3,797	1,426	0,334	-1,765	-3,078	-4,790	-4,954	-4,808
Албанія	-3,390	-3,228	-3,172	-4,968	-7,697	-4,258	-3,575	-3,484	-5,237	-6,719	-5,890	-5,469	-4,391	-4,299	-4,101
Алжир	13,629	13,945	6,133	9,055	-5,466	-0,388	-0,436	-4,112	-0,897	-4,485	-4,615	-3,493	-3,220	-2,833	-2,483
Ангола	9,389	11,811	4,656	-4,455	-7,355	3,450	8,677	4,586	0,334	-4,101	-4,133	-4,106	-4,076	-3,618	-3,600
Антигуа і Барбуда	-15,211	-8,793	-5,036	-5,732	-18,235	-0,254	-3,595	-1,188	-4,181	-1,334	0,251	-0,807	-0,844	-0,913	-0,378
Аргентина	-1,458	-0,854	-1,664	-0,686	-2,927	-1,080	-2,773	-3,171	-2,764	-4,483	-5,493	-6,165	-6,841	-7,433	-8,005
Афганістан	-0,965	0,643	-2,492	-3,882	-1,779	0,922	-0,646	0,182	-0,612	-0,469	-0,806	-0,152	-0,787	-1,095	-1,711
Багами	-2,364	-1,352	-2,247	-1,821	-4,497	-4,317	-4,569	-5,581	-6,553	-5,201	-4,478	-2,829	-1,867	-1,015	-0,650
Бангладеш	-2,884	-2,601	-2,264	-4,045	-3,208	-2,674	-3,586	-2,979	-3,406	-2,717	-3,275	-3,333	-3,305	-2,861	-2,642
Барбадос	-3,247	-0,319	-3,029	-3,618	-6,396	-7,866	-3,614	-8,488	-13,017	-9,056	-7,729	-7,494	-7,332	-6,863	-6,433
Бахрейн	2,911	2,338	1,586	4,257	-5,586	-5,834	-1,468	-3,165	-4,328	-4,773	-5,739	-6,807	-7,605	-8,759	-9,762
Беліз	-3,530	-3,874	-0,678	0,379	-1,210	-1,664	-1,051	-0,525	-2,274	-1,695	-1,708	-2,088	-3,299	-3,415	-4,638
Бельгія	-2,621	0,311	-0,096	-1,056	-5,643	-3,956	-3,990	-4,138	-2,670	-2,572	-2,194	-1,585	-0,938	-0,391	0,110
Бенін	-2,295	-0,219	0,329	-0,060	-3,301	-0,400	-1,436	-0,318	-2,056	-1,396	-1,264	-1,020	-1,033	-0,824	-0,778
Білорусь	1,915	1,206	1,519	1,897	-0,379	-0,462	4,239	1,677	-0,931	-3,329	-3,577	-4,072	-4,723	-5,368	-6,026
Болгарія	2,261	3,335	3,256	2,872	-0,916	-4,003	-1,975	-0,459	-1,856	-2,654	-1,970	-1,461	-0,985	-0,522	0,036
Болівія	-2,245	4,470	1,741	3,569	0,014	1,666	0,832	1,755	0,651	-0,382	0,107	-0,526	-0,939	-1,018	-1,019
Боснія і Герцеговина	0,761	2,151	-0,357	-4,148	-4,638	-3,483	-2,841	-2,654	-1,924	-4,139	-2,727	-1,368	-0,804	-0,319	0,039
Ботсвана	10,174	12,957	5,514	-7,460	-13,489	-7,486	-0,147	0,799	0,292	0,917	1,967	1,903	1,557	1,493	1,529
Бразилія	-3,577	-3,630	-2,798	-1,573	-3,280	-2,802	-2,606	-2,762	-3,252	-3,862	-3,128	-3,016	-2,978	-2,872	-2,665
Бруней Дарусалам	18,007	22,116	3,435	40,003	3,831	8,412	28,084	16,850	16,754	20,434	16,697	19,109	14,598	18,516	20,118
Буркіна-Фасо	-5,498	16,139	-5,656	-4,088	-4,692	-3,038	-1,409	-3,148	-3,961	-2,879	-2,971	-2,888	-3,440	-3,714	-3,901
Бурунді	-3,599	-1,007	-2,510	-2,704	-5,145	-3,637	-3,928	-3,672	-1,662	-1,658	-2,113	-1,991	-1,867	-2,051	-1,750
Бутан	-7,221	-1,154	0,638	0,253	-0,488	1,646	-2,110	-1,252	-3,993	-3,801	-2,380	-1,545	-0,733	1,512	4,139
В'єтнам	-1,212	0,254	-2,008	-0,488	-6,021	-2,756	-1,061	-6,803	-5,588	-6,573	-6,087	-5,741	-4,927	-4,317	-4,075
Вануату	1,857	0,486	0,271	-0,042	-0,821	-2,515	-2,147	-1,616	-0,194	-2,958	-3,902	-4,254	-3,544	-3,338	-2,033

\* Замінені калібрики – оцінки персоналу МВФ.



Продовження додатка 3

Країна	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Великобританія	-3,415	-2,809	-2,885	-5,016	-11,257	-9,974	-7,784	-7,987	-5,841	-5,284	-4,128	-2,937	-1,560	-0,458	-0,154
Венесуела	4,095	-1,605	-2,815	-3,461	-8,686	-10,364	-11,592	-16,483	-14,866	-14,173	-14,911	-15,170	-14,599	-14,437	-13,713
Вірменія	-1,976	-1,950	-2,334	-1,757	-7,686	-4,979	-2,876	-1,594	-1,698	-1,727	-1,983	-1,794	-1,821	-1,765	-1,803
Габон	7,781	8,336	8,017	10,870	6,838	2,660	2,379	1,539	1,616	5,930	-2,024	-3,103	-3,955	-4,861	-5,912
Гайана	-8,532	-8,022	-4,275	-3,588	-3,509	-2,727	-3,022	-4,656	-4,414	-3,602	-3,179	-2,918	-3,283	-3,408	-0,578
Гаїті	-2,684	-1,694	0,207	-2,814	-4,598	1,089	-3,642	-4,791	-6,676	-5,632	-4,701	-3,669	-2,537	-2,237	-1,713
Гамбія	-5,868	-5,139	0,440	-1,330	-2,653	-5,401	-4,730	-4,391	-8,448	-4,649	-2,549	-1,734	-1,697	-1,337	-1,252
Гана	-2,840	-4,708	-5,387	-8,443	-7,011	-9,370	-5,228	-12,123	-9,993	-7,813	-6,518	-7,393	-5,941	-5,860	-2,526
Гватемала	-1,730	-1,945	-1,441	-1,615	-3,140	-3,290	-2,785	-2,393	-2,132	-2,101	-2,202	-2,099	-2,103	-2,009	-2,009
Гвінея	-1,648	-3,138	1,919	0,577	-7,129	-13,981	-1,253	-3,272	-5,207	-5,917	-2,687	-2,777	-2,164	-2,008	-1,836
Гвінея-Бісау	-4,944	-4,143	-7,174	0,499	3,830	1,360	-1,027	-2,569	-2,156	-1,912	-2,559	-2,326	-2,091	-1,706	-1,397
Гондурас	-1,308	-2,689	-1,577	-1,696	-4,533	-2,831	-2,780	-4,175	-7,556	-5,995	-5,229	-4,511	-4,441	-4,421	-4,407
Гонконг	0,998	3,868	7,664	0,082	1,466	4,217	3,867	3,182	0,755	2,596	0,463	2,321	2,426	2,898	2,347
Гренада	0,358	-5,649	-6,352	-4,146	-5,228	-3,136	-4,656	-5,374	-7,056	-6,019	-3,019	-1,244	-1,031	-0,949	-0,872
Греція	-5,638	-6,242	-6,808	-9,934	-15,647	-11,006	-9,635	-6,367	-3,168	-2,685	-1,857	-0,643	-0,706	-0,892	-0,635
Грузія	2,205	3,376	0,832	-1,976	-6,543	-4,780	-0,866	-0,757	-1,187	-2,892	-2,344	-2,113	-2,011	-2,095	-2,146
Данія	5,019	5,042	4,799	3,283	-2,767	-2,719	-2,044	-3,941	-0,852	-1,442	-2,984	-2,342	-1,641	-1,134	-0,838
Джибуті	0,263	-2,446	-2,578	1,223	-5,154	-1,304	-1,369	-2,730	-5,864	-7,273	-10,484	-10,535	-14,230	-0,305	0,290
Домініка	0,968	2,990	1,829	0,710	-0,318	-3,482	-4,401	-5,365	-2,727	-2,648	-2,449	-2,645	-2,744	-2,871	-2,994
Домініканська Республіка	-0,401	-0,936	0,105	-3,259	-3,028	-2,735	-3,033	-6,598	-3,558	-2,896	-3,221	-3,364	-3,033	-2,861	-2,945
ДР Конго	-2,581	-2,199	-2,349	-1,554	-1,588	3,660	-1,159	0,514	-1,740	-2,104	-1,589	-1,537	-2,972	-3,495	-2,992
Еквадор	0,641	2,853	1,758	0,485	-3,570	-1,347	-0,006	-1,085	-4,735	-4,273	-4,584	-3,703	-1,318	-0,901	-1,261
Екваторіальна Гвінея	21,947	27,200	21,989	18,693	-10,390	-6,379	1,105	-9,839	-7,837	-6,787	-3,947	-1,284	-0,355	-0,609	0,773
Еритрея	-22,198	-14,076	-15,657	-21,129	-14,726	-16,044	-16,180	-13,492	-12,497	-11,611	-12,052	-12,369	-13,588	-12,851	-12,576
Естонія	1,605	2,438	2,361	-2,899	-1,930	0,192	1,191	-0,233	-0,180	-0,334	-0,308	-0,105	0,272	0,430	0,573
Ефіопія	-4,198	-3,858	-3,634	-2,936	-0,950	-1,345	-1,626	-1,186	-1,967	-2,718	-2,962	-2,857	-2,719	-2,607	-2,502
Єгипет	-8,406	-9,181	-7,547	-8,004	-6,896	-8,284	-9,783	-10,517	-14,079	-12,230	-11,497	-12,101	-12,163	-11,683	-11,276
Ємен	-1,822	1,186	-7,183	-4,532	-10,211	-4,058	-4,507	-6,315	-6,897	-5,372	-5,008	-4,742	-4,309	-4,154	-3,878
Замбія	-2,372	16,913	-1,037	-0,668	-2,057	-2,432	-1,763	-3,228	-6,685	-5,176	-4,067	-3,538	-3,260	-3,227	-3,067
Зімбабве	-6,437	-2,490	-2,989	-2,051	-2,072	0,711	-1,272	-0,581	-1,943	-1,701	0,631	1,091	0,773	1,103	1,245

Продовження додатка 3

Країна	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Йорданія	-5,555	-4,008	-4,657	-4,273	-8,501	-5,570	-6,778	-8,534	-11,381	-10,291	-5,987	-3,294	-1,905	-1,286	-1,480
Ізраїль	-4,808	-2,218	-1,169	-3,336	-6,222	-4,595	-3,932	-5,149	-3,191	-2,900	-2,900	-2,500	-2,250	-2,000	-1,757
Індія	-7,172	-6,167	-4,407	-9,961	-9,751	-8,402	-7,961	-7,385	-7,220	-7,223	-6,708	-6,495	-6,393	-6,262	-6,069
Індонезія	0,461	0,405	-1,030	0,059	-1,763	-1,323	-0,629	-1,661	-2,093	-2,467	-2,319	-2,048	-1,843	-1,363	-1,285
Ірак	4,069	10,711	7,834	0,856	-12,698	-4,179	4,744	4,132	-5,918	-3,022	-0,636	-0,930	-1,005	-1,039	-0,907
Іран	2,964	2,095	7,395	0,682	0,910	3,049	0,195	-0,345	-0,972	-2,146	-2,240	-2,511	-2,800	-3,128	-3,349
Ірландія	1,572	2,799	0,153	-7,124	-13,198	-29,337	-12,482	-7,781	-6,738	-4,224	-2,834	-1,662	-0,556	0,526	0,652
Ісландія	4,896	6,318	5,402	-13,522	-9,950	-10,065	-5,568	-3,842	-2,079	1,870	-0,495	-1,332	-0,721	-0,404	-0,338
Іспанія	1,281	2,357	1,970	-4,515	-11,121	-9,612	-9,564	-10,635	-7,095	-5,730	-4,721	-3,789	-2,939	-2,224	-1,820
Італія	-4,492	-3,411	-1,590	-2,673	-5,412	-4,380	-3,624	-2,900	-3,033	-3,038	-2,310	-1,243	-0,837	-0,566	-0,354
Кабо-Верде	-6,003	-5,067	-0,941	-0,590	-5,943	-10,747	-7,653	-10,267	-9,016	-9,568	-10,314	-7,927	-7,186	-4,791	-2,722
Казахстан	5,953	7,654	5,135	1,227	-1,328	1,470	5,952	4,528	5,047	3,796	3,190	4,048	4,147	3,308	2,757
Камбоджа	-0,384	-0,172	-0,725	0,276	-4,239	-2,846	-4,070	-3,787	-2,693	-2,775	-2,264	-1,804	-1,265	-1,022	-1,033
Камерун	3,562	32,832	4,669	2,232	-0,048	-1,085	-2,598	-1,590	-3,993	-5,041	-5,258	-4,769	-4,668	-4,552	-4,477
Канада	1,671	1,796	1,458	-0,302	-4,521	-4,928	-3,720	-3,368	-3,022	-2,580	-2,093	-1,661	-1,295	-1,090	-0,849
Катар	8,429	7,923	9,855	10,223	12,268	2,494	6,481	9,572	15,416	11,389	9,010	6,614	5,197	3,834	2,909
Кенія	-1,490	-2,140	-2,395	-3,321	-4,356	-4,387	-4,018	-5,036	-5,707	-6,016	-5,781	-5,279	-4,835	-4,316	-3,896
Киргизька Республіка	-3,816	-2,713	-0,637	0,966	-1,099	-5,846	-4,569	-5,658	-3,756	-4,427	-3,249	-2,800	-2,500	-2,300	-2,100
Китай	-1,403	-1,128	0,060	-0,025	-1,774	-1,233	0,560	0,189	-0,879	-1,011	-0,762	-0,768	-0,785	-0,638	-0,471
Кіпр	-2,494	-1,213	3,510	0,936	-6,116	-5,286	-6,334	-6,405	-4,883	-4,365	-3,910	-1,271	-0,789	0,601	0,195
Кірибаті	-15,232	-15,831	-16,527	-19,564	-11,968	-12,655	-21,231	-6,743	10,286	-25,819	-20,351	-19,436	-18,790	-18,498	-17,231
Колумбія	-0,014	-0,992	-0,847	-0,253	-2,794	-3,298	-1,985	0,081	-0,946	-1,452	-1,343	-0,941	-0,940	-0,878	-0,932
Коморські Острови	0,055	-2,571	-2,009	-2,524	0,607	7,018	1,442	3,190	15,450	-0,779	-2,697	-2,450	-2,208	-2,068	-2,419
Коста-Рика	-2,795	-1,441	0,316	-0,290	-3,600	-5,406	-4,282	-4,643	-5,587	-6,260	-6,470	-6,462	-6,560	-6,855	-7,290
Кот-д'Івуар	-1,417	-1,506	-0,461	-0,399	-1,384	-1,848	-5,385	-3,111	-2,250	-2,301	-3,121	-3,120	-3,108	-3,003	-3,001
Кувейт	43,303	35,399	39,074	19,784	26,844	25,455	34,753	35,963	32,216	28,829	26,317	24,118	22,960	21,243	19,312
Лаос	-4,423	-2,851	-2,690	-1,417	-4,146	-3,245	-1,743	-0,508	-5,629	-4,598	-3,652	-4,423	-4,178	-4,215	-4,231
Латвія	-1,088	-0,496	0,644	-7,543	-7,849	-7,314	-3,161	0,135	-1,146	-0,810	-0,674	-1,242	-1,308	-0,664	-0,550
Лесото	4,357	13,928	10,732	8,608	-3,916	-4,998	-10,592	4,973	-1,239	-1,818	-1,243	-3,071	-3,602	-3,840	-4,579
Литва	-0,505	-0,446	-1,009	-3,294	-9,427	-7,212	-5,496	-3,348	-2,201	-2,159	-1,654	-1,654	-1,574	-1,511	-1,353

Продовження додатка 3

Країна	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Ліберія	0,002	4,808	3,047	-10,150	-10,163	-5,724	-3,057	-1,722	-2,503	-10,403	-9,593	-6,289	-5,530	-5,034	-4,583
Ліван	-8,658	-10,682	-11,040	-9,954	-8,157	-7,551	-5,922	-8,641	-9,188	-11,117	-12,002	-11,569	-11,186	-11,154	-11,492
Лівія	31,355	31,807	28,581	27,539	-5,267	11,562	-15,894	27,807	-4,047	-52,098	-30,231	-15,287	-11,179	-10,028	-9,548
Люксембург	0,004	1,354	3,681	3,188	-0,665	-0,766	0,172	0,048	0,056	0,367	-1,451	-1,315	-1,659	-1,744	-2,042
М'янма	-2,786	-3,612	-3,253	-2,442	-4,929	-5,448	-4,628	-1,677	-1,649	-4,472	-4,630	-4,830	-4,839	-4,637	-4,398
Маврикій	-4,700	-4,385	-3,273	-2,796	-3,568	-3,203	-3,203	-1,844	-3,506	-2,772	-3,522	-3,572	-3,330	-3,692	-3,485
Мавританія	н. а.	н. а.	-1,643	-6,510	-5,126	-1,973	-1,488	2,802	-1,116	0,051	0,248	0,656	1,744	1,545	0,918
Мадагаскар	-2,877	-0,459	-2,679	-1,963	-2,545	-0,872	-2,395	-2,622	-5,113	-2,091	-2,339	-2,846	-3,020	-3,063	-3,338
Македонія	0,223	-0,531	0,590	-0,936	-2,653	-2,428	-2,497	-3,874	-4,070	-3,462	-3,197	-2,597	-2,596	-2,599	-2,599
Малаві	-2,516	0,731	-3,539	-4,545	-4,413	2,596	-5,230	-2,639	-5,490	-5,041	-3,283	-1,005	-1,153	-0,598	-1,275
Малайзія	-2,968	-2,725	-2,693	-3,566	-6,734	-4,663	-3,726	-3,581	-4,563	-3,623	-2,657	-2,614	-2,607	-2,847	-3,051
Малі	-3,146	31,310	-3,174	-2,217	-4,225	-2,912	-4,060	-1,161	-2,708	-4,326	-3,352	-3,123	-3,079	-2,757	-2,782
Мальдіви	-9,151	-5,467	-3,826	-11,919	-21,137	-16,313	-8,736	-9,447	-11,893	-19,189	-15,715	-18,226	-18,717	-22,681	-21,474
Мальта	-2,877	-2,707	-2,302	-4,590	-3,677	-3,464	-2,744	-3,250	-2,806	-2,671	-2,409	-1,786	-1,786	-1,786	-1,786
Марокко	-6,183	-2,037	-0,132	0,705	-1,802	-4,370	-6,718	-7,354	-5,515	-4,972	-4,285	-3,494	-3,031	-2,898	-2,504
Маршаллові Острови	-22,329	0,235	0,267	3,535	1,507	3,470	2,151	-0,799	-0,777	-0,174	-2,193	-2,090	-1,978	-1,879	-2,251
Мексика	-1,231	-0,974	-1,154	-0,969	-5,078	-4,269	-3,339	-3,694	-3,836	-4,198	-4,048	-3,500	-2,997	-2,493	-2,487
Мікронезія	-5,566	-5,367	-3,510	-1,550	1,877	0,461	-0,578	0,768	2,451	3,793	3,685	3,344	2,944	2,533	1,698
Мозамбік	-2,775	-4,066	-2,948	-2,475	-5,510	-4,304	-5,052	-4,004	-2,743	-9,229	-7,449	-6,614	-5,820	-5,381	-5,061
Молдова	1,545	-0,282	0,304	-0,927	-6,337	-2,489	-2,384	-2,151	-1,759	-1,652	-5,417	-5,508	-5,623	-5,348	-5,167
Монголія	2,409	7,585	2,639	-4,521	-5,199	0,497	-4,770	-11,937	-9,715	-11,136	-7,352	-6,491	-6,449	-8,318	-9,420
Намбібія	-0,525	2,950	5,867	4,196	-0,133	-4,576	-6,583	-1,357	-4,729	-5,957	-5,130	-4,228	-4,598	-4,920	-5,073
Непал	0,269	0,261	-0,778	-0,411	-2,577	-0,775	-0,979	-0,631	2,054	2,195	0,906	0,606	0,179	0,007	-0,421
Нігер	-1,992	40,340	-0,995	1,490	-5,312	-2,413	-1,479	-1,161	-2,648	-5,726	-5,503	-4,142	-2,689	-2,662	-2,709
Нігерія	9,061	6,096	1,069	4,102	-5,958	-4,178	0,454	0,364	-2,261	-1,700	-2,178	-1,941	-2,558	-2,788	-3,249
Нідерланди	-0,268	0,487	0,153	0,457	-5,180	-4,677	-3,983	-3,737	-2,296	-2,468	-2,050	-1,795	-1,480	-1,142	-0,770
Нікарагуа	-0,791	1,095	1,603	-0,059	-1,554	0,090	0,806	0,187	-0,600	-0,881	-0,886	-1,187	-0,990	-0,803	-0,523
Німеччина	-3,332	-1,653	0,228	-0,074	-3,099	-4,180	-0,822	0,085	0,191	0,287	0,151	0,312	0,354	0,444	0,444
Нова Зеландія	4,797	4,343	3,421	1,486	-1,535	-5,115	-4,867	-1,591	-0,677	-0,677	-0,396	0,173	0,795	1,136	1,138
Норвегія	15,091	18,318	17,304	18,786	10,530	11,105	13,389	13,806	11,010	10,796	9,878	9,092	8,273	7,562	6,931



Продовження додатка 3

Країна	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Сінгапур	7,792	7,005	11,836	6,440	-0,591	6,586	8,535	7,924	5,652	4,333	4,160	4,046	3,891	3,702	3,440
Словацька Республіка	-2,814	-3,173	-1,815	-2,091	-8,026	-7,540	-4,763	-4,488	-2,762	-2,892	-2,342	-1,345	-0,832	-0,730	-0,746
Словенія	-1,025	-0,792	0,258	-0,270	-5,420	-5,242	-5,504	-3,141	-13,801	-4,980	-3,888	-3,506	-3,391	-3,153	-3,006
Соломонові Острови	-1,876	-1,313	1,732	-0,177	1,774	6,248	9,031	3,933	4,286	-1,644	-0,827	-0,404	-0,292	0,316	0,617
Судан	-2,470	-1,351	-3,486	0,566	-5,078	0,284	0,211	-3,745	-2,277	-1,002	-1,231	-0,869	-0,505	-0,281	0,088
Суринам	-0,991	1,058	2,197	1,601	-2,370	-3,058	0,522	-3,975	-6,804	-3,489	-2,940	-2,868	-2,631	-2,305	-2,245
США	-3,449	-2,372	-3,198	-7,035	-13,520	-11,293	-9,944	-8,589	-5,757	-5,511	-4,336	-4,165	-3,749	-3,689	-3,956
Сьєрра-Леоне	-1,937	-1,550	20,096	-3,466	-2,335	-5,002	-4,557	-5,177	-2,386	-5,012	-5,272	-3,582	-3,663	-3,537	-3,465
Таджикистан	-2,899	1,705	-5,534	-5,061	-5,229	-2,979	-2,142	0,559	-0,810	-0,629	-1,273	-1,735	-2,373	-2,621	-2,863
Тайвань, провінція КНР	-2,344	-2,018	-2,066	-2,601	-6,179	-5,044	-3,952	-4,249	-3,140	-2,349	-2,079	-1,779	-1,449	-1,249	-1,094
Тайланд	1,499	2,185	0,234	0,131	-3,176	-0,803	-0,593	-1,804	-0,201	-2,461	-2,644	-2,496	-2,677	-2,662	-2,539
Танзанія	-3,978	-4,459	-1,870	-2,588	-5,993	-6,472	-5,011	-5,659	-5,883	-4,988	-4,403	-3,981	-3,997	-3,939	-3,998
Тимор-Лесте	6,617	19,923	37,472	45,220	35,757	39,726	43,183	51,979	39,719	23,523	28,835	31,229	26,767	20,030	8,450
Того	-2,427	-2,802	-1,885	-0,852	-3,904	-2,484	-4,014	-7,223	-4,657	-5,047	-3,761	-3,440	-2,796	-2,457	-2,260
Тонга	2,862	3,374	3,608	6,169	4,509	-3,814	-3,683	-1,267	0,557	0,689	-0,712	-0,739	0,283	1,167	1,153
Тринідад і Тобаго	4,020	6,114	3,648	8,029	-9,066	-3,847	-0,067	-0,252	-2,316	0,128	-1,988	-2,465	-2,796	-3,204	-3,593
Тувалу	-14,462	-39,277	-20,615	-17,158	-13,881	-23,791	-8,881	9,349	26,347	15,761	-4,438	-5,519	-7,753	-6,113	-5,150
Туніс	-2,810	-2,604	-2,012	-0,623	-1,163	-0,880	-3,435	-5,157	-5,870	-4,368	-3,402	-3,944	-3,122	-2,394	-1,780
Туреччина	-0,811	-0,690	-1,950	-2,719	-6,081	-3,443	-0,639	-1,425	-1,520	-2,012	-1,904	-2,128	-2,477	-2,416	-2,054
Туркменістан	0,806	5,252	3,907	10,002	7,021	2,047	3,646	6,397	1,339	0,050	0,612	1,044	1,012	1,128	1,348
Уганда	-0,211	-0,815	-1,054	-2,731	-2,345	-6,673	-3,112	-3,474	-3,516	-4,782	-3,029	-2,631	-2,313	-1,903	-1,920
Угорщина	-7,816	-9,366	-5,078	-3,694	-4,551	-4,391	4,235	-1,990	-2,365	-2,900	-2,824	-2,768	-2,693	-2,558	-2,565
Узбекистан	1,250	5,370	5,177	10,172	2,779	4,936	8,836	8,452	2,902	0,640	0,538	0,437	0,437	0,434	0,442
Україна	-2,272	-1,365	-1,975	-3,167	-6,255	-5,755	-2,757	-4,287	-4,818	-5,773	-3,934	-2,715	-2,105	-1,521	-1,181
Уругвай	-0,412	-0,542	0,011	-1,557	-1,714	-1,485	-0,918	-2,761	-2,399	-3,473	-3,384	-2,826	-2,469	-2,314	-2,290
Фіджі	-3,355	-3,552	-2,037	0,588	-4,162	-2,174	-1,408	-1,118	-0,508	-2,095	-2,614	-1,737	-1,708	-1,712	-1,679
Філіппіни	-1,693	-0,048	-0,298	0,017	-2,685	-2,364	-0,400	-0,645	-0,133	-0,340	-0,997	-1,041	-1,031	-1,110	-1,217
Фінляндія	2,576	3,917	5,145	4,164	-2,585	-2,684	-1,003	-2,155	-2,272	-2,395	-1,373	-0,898	-0,385	-0,145	0,098
Франція	-3,165	-2,342	-2,544	-3,183	-7,162	-6,795	-5,097	-4,861	-4,233	-4,408	-4,300	-3,707	-2,938	-1,968	-1,044
Хорватія	-2,803	-1,770	-0,964	-0,904	-3,262	-4,517	-4,552	-3,319	-5,472	-4,666	-2,897	-2,686	-2,698	-2,726	-2,730

Закінчення додатка 3

Країна	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
ЦАР	-4,562	9,077	1,163	-1,004	-0,116	-1,425	-2,390	-0,021	-6,418	0,968	-6,375	-7,732	-8,614	-9,251	-9,611
Чад	-0,069	2,226	2,535	3,627	-9,218	-4,161	2,393	0,475	-2,023	0,022	-1,369	0,341	1,298	1,712	0,943
Чеська Республіка	-3,244	-2,363	-0,729	-2,207	-5,784	-4,767	-3,258	-4,188	-1,452	-1,169	-1,421	-1,157	-1,087	-1,135	-1,021
Чилі	4,540	7,448	7,927	4,132	-4,089	-0,366	1,406	0,684	-0,658	-1,754	-1,179	-0,887	-0,562	-0,383	-0,384
Чорногорія	-1,415	3,188	6,337	-3,208	-5,350	-4,604	-5,226	-5,892	-3,243	-1,488	-6,559	-6,402	-6,336	-5,885	-1,768
Швейцарія	-0,569	0,939	1,332	1,806	0,506	0,181	0,279	0,301	0,222	0,458	0,692	0,954	0,954	0,954	0,928
Швеція	1,946	2,216	3,550	2,169	-0,979	-0,008	0,033	-0,706	-1,339	-2,042	-0,756	-0,117	0,431	1,054	1,494
Шрі-Ланка	-7,029	-7,001	-6,875	-7,020	-9,852	-7,958	-6,880	-6,452	-5,862	-5,161	-4,726	-4,304	-4,239	-4,190	-3,842
Ямайка	-3,307	-4,865	-3,801	-7,511	-11,120	-6,326	-6,400	-4,075	0,119	-0,726	-0,282	0,819	1,058	1,494	1,867
Японія	-4,814	-3,650	-2,088	-4,110	-10,393	-9,303	-9,820	-8,706	-8,198	-7,092	-5,814	-4,630	-4,547	-4,584	-4,683

Джерело: World Economic Outlook Database, October 2014.

Додаток 4. СТРУКТУРНИЙ БАЛАНС ЗАГАЛЬНОГО УРЯДУ, % потенційного ВВП\*

Країна	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Австралія	1,787	1,712	1,180	-1,370	-4,494	-4,918	-4,388	-3,531	-3,272	-3,002	-1,766	-1,022	-0,516	-0,195	0,193
Австрія	-1,706	-2,538	-2,696	-2,569	-3,062	-3,119	-2,231	-1,504	-0,995	-0,970	-0,698	-0,539	-0,483	-0,462	-0,460
Аргентина	-1,619	-1,278	-2,468	-0,797	-1,437	-0,746	-3,827	-3,634	-3,710	-4,809	-5,184	-5,884	-6,585	-7,203	-7,802
Бельгія	-0,826	-1,279	-1,287	-2,215	-4,247	-3,740	-3,856	-3,388	-2,518	-2,078	-1,478	-0,960	-0,408	0,054	0,453
Болгарія	1,045	2,082	1,522	0,815	-0,043	-3,157	-1,723	-0,243	-1,386	-2,082	-1,270	-1,053	-0,783	-0,522	0,037
Боснія і Герцеговина	2,731	2,563	-1,198	-7,199	-6,419	-4,678	-3,011	-1,404	-0,697	-1,272	-0,932	-0,691	-0,789	-0,927	-1,175
Бразилія	-3,267	-3,216	-2,989	-2,156	-2,778	-3,844	-3,008	-2,729	-3,512	-3,633	-2,831	-2,835	-3,003	-3,010	-2,864
Великобританія	-5,274	-4,659	-5,330	-6,663	-10,278	-8,437	-5,989	-5,789	-3,788	-4,085	-3,644	-2,697	-1,448	-0,445	-0,173
Гайана	-11,567	-12,321	-8,945	-9,154	-6,244	-3,781	-6,191	-6,286	-5,931	-7,507	-7,048	-6,929	-6,691	-5,394	-2,694
Гонконг	-0,391	1,668	3,991	-0,532	-0,868	0,933	1,223	0,661	-0,969	0,322	1,003	0,917	1,228	1,581	0,946
Греція	-6,712	-8,732	-10,845	-14,275	-19,106	-12,294	-8,320	-2,325	1,586	1,648	1,194	1,221	0,382	-0,503	-0,854
Грузія	-0,328	-2,480	-6,205	-6,909	-8,241	-5,154	-3,720	-3,800	-1,398	-2,800	-2,283	-1,909	-1,678	-1,618	-1,527
Данія	4,794	4,100	3,679	2,047	-1,779	-1,527	-0,797	-0,697	-0,086	-0,587	-1,049	-0,872	-0,694	-0,396	-0,265
Домініканська Республіка	-0,227	-1,305	-0,444	-4,098	-2,297	-3,162	-2,528	-6,678	-2,958	-3,544	-3,309	-3,411	-3,063	-2,875	-2,952
Еквадор	2,411	4,610	3,538	1,278	-2,619	-0,212	0,503	-0,568	-3,913	-3,137	-3,074	-1,745	0,467	0,941	0,576
Єгипет	н. д.	-9,181	-7,641	-8,314	-6,978	-8,243	-9,446	-10,033	-13,359	-11,602	-11,092	-11,914	-12,144	-11,670	-11,274
Йорданія	-3,979	-3,536	-6,418	-7,690	-10,843	-6,610	-6,770	-6,233	-5,079	-4,059	-3,283	-2,654	-2,372	-2,231	0,692
Ізраїль	-3,947	-2,105	-1,958	-3,880	-5,881	-5,013	-4,512	-5,457	-3,382	-2,684	-2,527	-2,172	-1,953	-1,786	-1,578
Індія	-7,135	-6,301	-4,858	-9,500	-9,517	-8,870	-8,420	-7,518	-7,153	-7,061	-6,604	-6,415	-6,340	-6,267	-6,073
Індонезія	0,446	0,449	-1,063	-0,039	-1,683	-1,298	-0,646	-1,704	-2,171	-2,437	-2,226	-1,937	-1,733	-1,277	-1,198
Ірландія	-3,631	-5,168	-9,305	-12,137	-9,538	-7,914	-6,515	-5,090	-4,057	-3,291	-2,216	-1,259	-0,477	0,526	0,653
Ісландія	2,946	4,813	3,308	-4,510	-10,287	-3,720	-3,760	-2,064	-1,886	-0,948	-0,981	-1,781	-0,865	-0,548	-0,486
Іспанія	1,052	1,553	0,792	-5,320	-9,535	-7,801	-7,300	-4,918	-3,764	-3,358	-2,869	-2,390	-1,966	-1,641	-1,635
Італія	-5,522	-4,432	-3,653	-3,955	-4,249	-3,811	-3,715	-1,584	-0,551	-0,787	-0,327	-0,020	-0,022	-0,033	-0,050
Канада	0,626	0,579	0,339	-0,917	-2,353	-3,625	-2,871	-2,442	-2,193	-1,953	-1,714	-1,472	-1,219	-1,071	-0,852
Китай	-0,521	-0,635	-0,140	-0,319	-1,829	-1,281	0,589	0,394	-0,530	-0,578	-0,486	-0,605	-0,703	-0,609	-0,470
Колумбія	-0,135	-1,615	-1,767	-1,821	-1,562	-2,802	-3,379	-0,948	-1,134	-1,237	-1,352	-1,106	-1,015	-0,861	-0,832
Лагос	н. д.	н. д.	-0,960	-4,545	-2,345	-2,437	-1,499	0,830	-0,932	-0,740	-0,698	-1,267	-0,553	-0,680	-0,550
Литва	-1,414	-2,274	-4,232	-6,655	-6,149	-4,762	-3,703	-2,381	-1,673	-1,251	-1,348	-1,369	-1,357	-1,430	-1,430
Ліван	-14,232	-18,369	-18,871	-17,399	-16,241	-13,772	-13,508	-18,696	-14,826	-13,871	-14,973	-15,602	-15,406	-15,146	-15,202
Люксембург	0,322	1,079	1,946	2,123	0,894	-0,361	0,300	0,857	0,560	0,446	-1,316	-1,245	-1,625	-1,739	-2,027
Маврикій	-0,802	-0,523	1,219	1,831	0,124	-0,974	-0,296	0,170	-2,223	-1,141	-1,019	-0,721	-0,821	-0,821	-0,521
Малайзія	-2,953	-3,005	-3,325	-3,741	-5,888	-4,541	-3,206	-3,795	-4,586	-3,936	-2,995	-2,922	-2,890	-3,109	-3,291
Мальта	-3,433	-2,783	-3,400	-6,111	-3,422	-4,817	-3,399	-3,654	-3,004	-2,763	-2,609	-2,040	-1,942	-1,893	-1,804
Мексика	-2,361	-2,502	-2,515	-2,448	-4,826	-4,552	-4,197	-4,451	-4,139	-4,174	-4,031	-3,500	-2,952	-2,402	-2,408

\* Замінені клітинки – оцінки персоналу МВФ.

Закінчення додатка 4

Країна	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Марокко	-6,248	-2,463	-1,185	-0,307	-1,823	-4,334	-6,804	-7,419	-5,700	-6,248	-5,302	-4,455	-3,954	-3,085	-2,675
Нідерланди	0,397	0,154	-1,056	-0,834	-4,500	-3,874	-3,613	-2,191	0,193	0,130	-0,028	-0,084	-0,103	-0,160	-0,126
Німеччина	-2,705	-2,254	-1,063	-1,017	-1,117	-2,587	-1,183	-0,117	0,551	0,549	0,453	0,424	0,386	0,440	0,444
Нова Зеландія	3,177	2,477	2,605	1,305	-0,952	-4,074	-3,693	-0,891	-0,262	-0,423	-0,166	0,392	0,966	1,262	1,254
Норвегія	-4,363	-3,622	-3,463	-3,536	-5,893	-5,749	-4,791	-5,247	-5,404	-6,136	-6,455	-6,591	-6,626	-6,667	-6,711
Панама	2,026	4,926	6,387	2,842	2,199	1,322	0,441	0,221	-1,332	-1,889	0,200	0,650	1,072	1,561	1,394
ПАР	-0,256	1,587	1,049	2,817	-3,197	-3,645	-3,758	-4,171	-4,277	-4,552	-4,780	-4,788	-4,852	-4,876	-4,854
Парагвай	-2,749	-3,288	-2,720	-1,301	-3,347	-2,020	-2,728	-5,370	-5,402	-4,501	-4,077	-3,999	-3,906	-3,807	-3,691
Перу	-0,728	0,180	1,579	0,492	-0,367	-0,761	0,134	1,223	-0,008	0,261	0,945	0,388	0,033	0,233	0,110
Польща	-3,087	-3,818	-2,062	4,068	-6,808	-7,747	-5,386	3,802	-3,261	-2,612	-2,296	-1,959	-2,152	-2,030	-1,967
Португалія	-6,068	-3,774	-4,110	-5,296	-9,071	-8,915	-6,473	-3,933	-2,939	-2,329	-1,482	-1,769	-1,869	-1,874	-1,823
Республіка Корея	0,884	0,924	1,743	1,319	0,454	1,426	1,579	1,707	0,925	0,555	0,692	0,964	1,274	1,534	1,718
Росія	8,114	8,232	6,139	4,521	-5,450	-2,896	1,632	-0,220	-1,492	-0,835	-0,780	-0,475	-0,339	-0,578	-0,955
Румунія	-0,908	-2,735	-5,476	-8,959	-7,869	-5,850	-3,570	-1,827	-1,823	-1,411	-0,987	-0,997	-0,998	-1,028	-0,968
Сербія	н.д.	н.д.	н.д.	-4,033	-4,042	-4,602	-5,337	-6,114	-5,729	-7,066	-7,843	-7,130	-7,057	-7,244	-7,202
Сінгапур	7,930	6,922	11,819	6,568	0,112	6,282	8,154	7,739	5,509	4,234	4,100	4,007	3,874	3,696	3,338
Словацька Республіка	-2,100	-3,549	-4,711	-4,576	-7,448	-7,000	-5,088	-4,195	-2,155	-2,348	-1,515	-0,680	-0,391	-0,536	-0,746
Словенія	-1,131	-1,917	-2,361	-3,196	-4,255	-4,476	-3,627	-1,734	-1,571	-2,256	-2,734	-2,885	-3,041	-3,006	-3,006
США	-3,588	-2,819	-3,509	-5,323	-7,220	-9,114	-7,781	-6,315	-4,762	-3,959	-3,327	-3,405	-3,339	-3,530	-3,963
Тайвань, провінція КНР	-2,363	-2,293	-2,730	-2,689	-5,060	-5,395	-4,430	-4,309	-2,921	-2,081	-1,803	-1,548	-1,286	-1,165	-1,094
Тайланда	1,328	1,960	-0,150	-0,596	-2,137	-0,959	-0,745	0,951	-0,007	-1,134	-1,195	-0,902	-0,967	-0,752	-0,421
Туніс	-2,886	-2,848	-2,860	-2,796	-2,822	-2,820	-2,797	-2,720	-2,602	-2,460	-2,329	-2,222	-2,064	-1,921	-1,784
Туреччина	-1,569	-3,535	-3,862	-4,017	-3,372	-3,006	-2,729	-3,328	-4,367	-4,270	-3,541	-3,608	-3,787	-3,622	-3,264
Угорщина	-9,215	-10,661	-5,627	-5,212	-2,837	-4,894	-4,862	-1,534	-1,503	-2,491	-2,765	-2,760	-2,685	-2,550	-2,556
Україна	-2,628	-2,527	-4,244	-3,950	-2,231	-3,859	-3,154	-4,397	-4,555	-3,490	-2,324	-1,985	-1,817	-1,521	-1,181
Уругвай	1,236	2,127	1,207	0,095	0,591	-1,823	-1,881	-2,498	-3,699	-4,063	-3,679	-2,924	-2,473	-2,312	-2,282
Філіппіни	-1,960	-0,181	-0,797	-0,616	-1,810	-2,520	-0,170	-0,747	-0,319	-0,718	-1,514	-1,501	-1,397	-1,465	-1,522
Фінляндія	1,673	2,248	2,142	1,635	0,099	-1,332	-0,911	-1,113	-0,249	-0,127	0,309	0,323	0,393	0,351	0,348
Франція	-4,110	3,225	-3,855	-3,938	-5,376	-5,553	-4,547	-3,777	-2,804	-2,654	-2,387	-2,052	-1,742	-1,137	-0,474
Хорватія	-2,457	-1,979	-2,370	-2,718	-2,253	-3,359	-3,818	-2,043	-4,362	-3,301	-2,522	-1,790	-2,157	-2,526	-2,703
Чеська Республіка	-2,681	-3,746	-2,321	-3,950	-5,106	-4,346	-3,223	-1,853	-0,621	-0,647	-1,152	-1,194	-1,160	0,000	0,000
Чилі	0,485	0,814	0,536	-1,516	-4,275	-2,459	-1,047	-0,632	-0,963	-1,495	-0,742	-0,514	-0,246	0,003	0,003
Швейцарія	-0,162	0,911	0,782	1,403	1,122	0,246	0,295	0,640	0,407	0,826	1,116	1,301	1,196	1,154	1,123
Швеція	0,983	0,362	1,363	1,455	1,729	0,281	-0,219	-0,440	-0,914	-1,550	-0,610	-0,166	0,252	0,934	1,433
Японія	-4,631	-3,546	-2,179	-3,485	-7,377	-7,812	-8,311	-7,565	-7,622	-6,663	-5,512	-4,449	-4,493	-4,592	-4,696

Джерело: World Economic Outlook Database, October 2014.



Додаток 5. БАЛАНС ПОТОЧНОГО РАХУНКУ, % ВВП\*

Країна	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Австралія	-5,916	-5,801	-6,693	-4,868	-4,611	-3,572	-2,989	-4,360	-3,310	-3,653	-3,802	-3,214	-3,240	-3,618	-3,652
Австрія	2,044	2,780	3,512	4,837	2,675	3,475	1,588	2,402	2,703	2,972	3,195	3,225	3,294	3,427	3,431
Азербайджан	1,263	17,632	27,256	35,477	22,981	28,035	26,453	21,814	16,996	14,563	10,438	7,094	7,269	7,031	7,237
Албанія	-6,060	-5,644	-10,371	-15,573	-14,295	-11,202	-13,315	-9,988	-10,366	-11,027	-12,722	-13,948	-12,617	-10,236	-8,270
Алжир	20,526	24,738	22,671	20,146	0,300	7,541	9,931	5,914	0,356	-2,991	-2,932	-3,631	-3,493	-3,476	-3,729
Ангола	18,198	25,580	17,504	8,546	-10,030	8,103	12,567	11,638	5,486	4,107	2,021	-0,108	0,234	-0,571	-0,366
Антигуа і Барбуда	-17,194	-25,703	-29,902	-26,658	-14,011	-14,716	-10,416	-13,847	-14,112	-15,266	-14,118	-12,339	-10,995	-10,877	-10,763
Аргентина	2,127	2,726	2,044	1,484	2,002	-0,257	-0,739	-0,205	-0,810	-0,822	-1,104	-0,474	-0,040	0,276	0,620
Афганістан	3,107	-1,131	5,955	5,201	1,871	3,074	3,141	3,932	4,296	4,783	0,080	-2,266	-3,879	-3,862	-3,664
Багамські Острови	-8,894	-17,716	-11,471	-10,571	-10,339	-10,073	-15,169	-18,247	-19,438	-16,643	-10,910	-9,595	-8,506	-7,938	-7,417
Бангладеш	0,011	1,021	0,727	1,219	2,444	0,415	-1,019	0,685	1,216	1,148	-0,566	-0,653	-0,719	-0,797	-0,888
Барбадос	-10,670	-8,153	-5,435	-10,713	-6,754	-5,820	-12,781	-9,483	-10,421	-8,787	-7,980	-7,609	-7,179	-6,873	-6,501
Бахрейн	9,245	11,828	13,381	8,778	2,442	3,000	11,183	7,245	7,806	6,994	6,375	5,319	4,208	3,106	2,061
Беліз	-13,572	-2,085	-4,036	-10,578	-4,859	-2,435	-1,067	-1,210	-4,462	-5,433	-6,190	-6,628	-6,867	-7,134	-7,313
Бельгія	1,975	1,860	1,892	-1,315	-0,639	1,925	-1,115	-1,941	-1,896	-1,322	-0,985	-0,720	-0,427	-0,097	0,163
Бенін	-6,499	-4,943	-10,171	-8,082	-8,932	-8,743	-7,804	-7,901	-14,475	-9,163	-7,177	-6,982	-7,084	-6,822	-6,816
Білорусь	1,442	-3,919	-6,714	-8,211	-12,554	-14,990	-8,458	-2,891	-10,146	-8,518	-7,426	-6,203	-5,635	-5,247	-5,031
Болгарія	-11,635	-17,555	-25,202	-23,039	-8,926	-1,479	0,102	-0,918	1,881	-0,230	-2,286	-2,867	-2,986	-3,161	-3,230
Болівія	5,863	11,225	11,396	11,859	4,270	3,869	0,318	8,284	3,283	2,565	2,813	3,315	1,300	0,917	0,539
Боснія і Герцеговина	-17,085	-7,895	-9,115	-14,117	-6,547	-6,153	-9,752	-9,264	-5,441	-10,985	-9,088	-7,428	-6,779	-6,050	-5,484
Ботсвана	16,294	19,254	14,966	-0,013	-11,160	-5,967	-0,660	-3,774	10,376	5,757	4,363	2,435	2,062	2,502	2,598
Бразилія	1,585	1,252	0,113	-1,705	-1,498	-2,206	-2,120	-2,413	-3,610	-3,548	-3,641	-3,606	-3,495	-3,507	-3,539
Бруней Даруссалам	47,289	50,147	47,818	48,940	40,253	45,453	36,391	33,468	31,494	31,604	30,087	28,866	29,301	31,456	33,194
Буркіна-Фасо	-11,588	-9,337	-8,281	-11,476	-4,541	-1,986	-1,525	-4,546	-7,047	-7,212	-7,002	-7,045	-7,049	-7,098	-7,228
Бурунді	-4,906	-21,464	-5,358	-0,975	1,718	-12,202	-13,616	-17,263	-20,674	-17,377	-17,689	-17,998	-16,861	-16,151	-15,667
Бутан	-31,354	-4,354	14,599	-2,230	-1,985	-10,295	-23,689	-17,615	-22,118	-21,876	-26,157	-26,580	-27,879	-15,881	-7,652
В'єтнам	-0,971	-0,247	-9,020	-10,977	-6,502	-3,792	0,173	5,957	5,553	4,147	3,423	2,606	1,187	-0,724	-1,923
Вануату	-8,732	-6,210	-7,279	-10,823	-7,944	-5,439	-8,054	-6,425	-4,523	-5,817	-5,930	-6,956	-6,546	-5,914	-5,493
Великобританія	-1,845	-2,841	-2,185	-0,943	-1,415	-2,693	-1,462	-3,828	-4,511	-4,221	-3,767	-3,300	-2,850	-2,195	-1,426
Венесуела	17,755	14,890	7,222	11,026	0,961	3,240	8,194	3,692	5,016	7,585	6,396	5,006	3,711	2,233	0,796

\* Замінені клітинки – оцінки персоналу МВФ.

Продовження додатка 5

Країна	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Вірменія	-2,528	-3,870	-8,516	-14,969	-17,581	-14,235	-11,078	-11,085	-8,045	-7,686	-7,342	-7,068	-6,791	-6,517	-6,477
Габон	20,448	17,070	15,302	23,361	7,542	8,746	13,228	13,980	12,117	12,233	5,978	3,942	2,678	1,983	1,280
Гайана	-9,148	-13,355	-9,504	-13,686	-9,085	-9,616	-13,067	-11,574	-12,850	-14,585	-15,878	-20,961	-15,368	-16,762	-9,085
Гаїті	0,708	-1,450	-1,451	-3,128	-1,855	-1,539	-4,342	-5,682	-6,728	-6,785	-5,905	-5,337	-5,250	-5,246	-4,920
Гамбія	-10,340	-6,913	-8,298	-12,253	-12,325	-16,014	-9,593	-15,540	-9,287	-10,652	-11,574	-8,214	-6,681	-5,347	-4,792
Гана	-7,001	-8,223	-8,716	-11,920	-5,379	-8,608	-8,961	-11,772	-11,926	-9,932	-8,469	-7,192	-6,629	-6,214	-7,074
Гватемала	-4,559	-5,041	-5,235	-3,613	0,723	-1,363	-3,355	-2,599	-2,724	-2,035	-2,213	-2,347	-2,419	-2,452	-2,442
Гвінея	-0,972	-4,613	-11,627	-10,535	-8,548	-10,246	-19,278	-25,907	-21,131	-17,113	-20,098	-36,476	-53,438	-53,399	-54,644
Гвінея-Бісау	-1,935	-5,300	-4,543	-4,732	-6,665	-9,410	0,987	-5,734	-4,628	1,643	-0,643	-1,263	-1,494	-1,793	-2,241
Гондурас	-3,002	-3,725	-9,092	-15,431	-3,847	-4,337	-7,979	-8,578	-8,952	-8,035	-7,251	-7,004	-6,597	-6,480	-6,475
Гонконг	11,881	12,693	13,021	14,981	9,884	7,002	5,558	1,578	1,859	2,125	2,181	2,461	2,850	3,269	3,682
Гренада	-26,256	-30,772	-29,702	-28,004	-22,242	-22,097	-21,776	-19,207	-27,100	-23,842	-20,623	-19,174	-18,855	-18,023	-17,209
Греція	-7,595	-11,297	-14,598	-15,022	-11,187	-10,289	-9,860	-2,484	0,731	0,697	0,105	0,094	0,622	0,663	1,069
Грузія	-11,070	-15,177	-19,753	-21,988	-10,532	-10,249	-12,751	-11,699	-5,896	-8,354	-7,905	-6,919	-6,255	-5,624	-5,030
Данія	4,309	2,995	1,417	2,908	3,467	5,810	5,955	5,949	7,304	7,115	7,003	6,992	7,085	7,183	7,264
Джибуті	-3,197	-11,536	-21,419	-24,313	-9,344	-5,372	-13,740	-18,381	-23,767	-31,433	-34,982	-39,098	-37,551	-23,012	-16,732
Домініка	-21,359	-13,044	-21,069	-28,725	-22,653	-17,447	-14,541	-18,904	-16,634	-16,570	-15,184	-14,435	-13,865	-13,464	-13,476
Домініканська Республіка	-1,522	-3,390	-4,957	-9,402	-4,844	-7,446	-7,461	-6,574	-4,027	-4,091	-4,575	-3,969	-3,441	-3,382	-3,272
АР Конго	-3,252	0,334	3,216	-0,792	-6,203	-10,603	-5,365	-6,172	-10,158	-9,264	-9,158	-7,714	-7,546	-6,915	-6,072
Еквадор	1,141	3,716	3,694	2,843	0,474	-2,310	-0,408	-0,379	-1,314	-0,824	-2,445	-2,857	-1,500	-1,019	-1,792
Екваторіальна Гвінея	-7,388	16,946	15,973	12,344	-7,697	-9,583	-0,518	-4,485	-12,099	-10,517	-10,289	-7,841	-6,877	-5,619	-5,386
Еритрея	0,334	-3,584	-6,112	-5,467	-7,615	-5,622	0,553	2,322	0,349	0,165	-1,197	-1,492	-1,818	-2,705	-3,100
Естонія	-8,741	-14,985	-15,006	-8,713	2,550	1,804	-0,037	-2,064	-1,394	-2,170	-2,416	-2,489	-2,544	-2,593	-2,603
Ефіопія	-12,869	-11,903	-4,281	-6,854	-6,876	-1,448	-2,496	-7,003	-6,049	-7,088	-7,271	-6,617	-5,797	-5,484	-4,667
Егіпет	3,251	1,632	2,068	0,947	-2,346	-1,974	-2,584	-3,869	-2,736	-0,441	-3,960	-4,476	-4,609	-4,830	-4,888
Ємен	3,784	1,215	-6,967	-4,650	-10,057	-3,411	-3,001	-1,708	-3,071	-1,327	-1,089	-1,428	-1,392	-1,704	-2,610
Замбія	-7,306	-0,361	-5,367	-5,795	3,798	5,949	2,970	3,109	0,723	1,895	2,326	2,552	2,094	1,762	1,681
Зімбабве	-8,133	-6,505	-5,434	-16,671	-44,628	-17,955	-29,833	-24,438	-27,357	-28,074	-26,229	-22,439	-19,614	-17,115	-16,452
Йорданія	-18,043	-11,466	-16,796	-9,273	-3,262	-5,255	-12,033	-15,397	-9,756	-9,987	-6,947	-5,831	-5,365	-5,038	-4,482
Ізраїль	2,908	4,529	3,143	1,493	3,797	3,383	1,521	0,825	2,050	1,875	1,989	2,004	1,985	1,882	1,847
Індія	-1,187	-1,008	-1,271	-2,282	-2,797	-2,689	-4,157	-4,743	-1,726	-2,078	-2,233	-2,393	-2,423	-2,506	-2,555
Індонезія	0,558	2,619	1,572	0,025	1,973	0,736	0,207	-2,777	-3,344	-3,228	-2,901	-2,758	-2,654	-2,611	-2,509
Ірак	3,872	12,875	7,749	12,777	-7,976	2,961	12,007	6,709	-0,759	3,034	2,414	1,259	0,968	1,028	0,961

Продовження додатка 5

Країна	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Іран	7,585	8,517	10,606	6,514	2,627	6,521	10,974	6,601	7,467	4,223	1,657	0,620	-0,227	-0,719	-1,022
Ірландія	-3,434	-3,551	-5,355	-5,720	-3,049	0,573	0,805	1,564	4,367	3,296	2,410	2,941	2,667	2,600	2,542
Ісландія	-16,119	-25,576	-15,737	-28,383	-11,617	-8,009	-6,344	-5,326	3,917	2,058	2,318	3,351	2,638	2,342	2,101
Іспанія	-7,353	-8,961	-9,995	-9,623	-4,828	-4,491	-3,724	-1,207	0,779	0,100	0,366	0,658	0,792	1,153	1,380
Італія	-0,837	-1,467	-1,294	-2,843	-1,937	-3,416	-2,986	-0,296	0,991	1,198	1,201	0,899	0,526	0,128	-0,241
Кабо-Верде	-3,119	-4,837	-12,943	-13,714	-14,629	-12,427	-16,287	-11,424	-3,958	-5,835	-6,989	-8,103	-8,023	-7,239	-6,062
Казахстан	-1,814	-2,469	-7,986	4,684	-3,574	0,936	5,423	0,530	-0,051	0,256	-0,706	-0,519	-0,037	0,130	0,425
Камбоджа	-3,820	-0,645	-1,918	-5,661	-4,540	-3,916	-8,071	-8,726	-8,514	-8,679	-7,676	-7,379	-7,037	-6,739	-6,606
Камерун	-3,400	1,561	1,379	-1,193	-3,052	-2,760	-2,722	-3,613	-3,668	-3,467	-3,438	-3,275	-3,469	-3,489	-3,485
Канада	1,853	1,368	0,779	0,116	-2,920	-3,513	-2,754	-3,418	-3,205	-2,671	-2,537	-2,359	-2,346	-2,242	-2,008
Катар	16,802	15,536	14,374	23,072	6,533	19,143	30,611	32,658	30,915	27,052	23,178	18,121	14,555	11,594	9,608
Кенія	-1,169	-1,968	-3,199	-5,428	-4,577	-5,889	-8,911	-8,443	-8,707	-7,988	-8,074	-7,471	-6,499	-6,424	-6,143
Киргизька Республіка	2,796	-3,074	-6,215	-15,567	-2,510	-6,380	-9,602	-15,932	-14,819	-14,151	-14,804	-13,301	-10,191	-7,082	-6,575
Китай	5,788	8,300	10,078	9,248	4,764	3,997	1,861	2,568	1,931	1,789	1,955	2,294	2,461	2,666	2,958
Кіпр	-5,878	-6,970	-11,782	-15,615	-10,728	-9,830	-3,366	-6,869	-1,879	-1,073	-0,839	-0,331	-0,116	-0,198	-0,244
Кірибати	-37,796	-23,579	-19,411	-20,124	-23,296	-16,852	-32,238	-26,316	-27,408	-53,438	-53,390	-49,324	-41,270	-35,384	-31,682
Колумбія	-1,295	-1,792	-2,898	-2,649	-1,990	-3,018	-2,888	-3,134	-3,280	-3,851	-3,781	-3,569	-3,483	-3,409	-3,415
Коморські Острови	-7,362	-6,009	-5,763	-11,667	-8,035	-5,504	-11,253	-8,284	-6,520	-12,917	-11,407	-11,715	-12,334	-11,932	-13,413
Коста-Рика	-4,913	-4,540	-6,255	-9,341	-1,960	-3,530	-5,404	-5,267	-5,083	-5,183	-5,274	-5,373	-5,471	-5,615	-5,664
Кот-д'Івуар	0,244	2,555	-0,642	2,004	6,340	1,870	11,076	-0,235	-2,096	-3,015	-3,132	-3,175	-3,278	-2,326	-3,577
Кувейт	37,211	44,616	36,789	40,874	26,693	32,015	43,589	45,502	40,513	40,837	38,581	37,685	37,017	34,589	32,130
Лаос	-18,120	-9,958	-15,703	-18,482	-21,033	-18,282	-15,471	-27,738	-27,684	-25,399	-21,208	-18,233	-16,231	-16,178	-16,095
Латвія	-12,565	-22,566	-22,411	-13,166	8,629	2,877	-2,137	-2,483	-0,820	-0,098	-1,457	-1,753	-2,022	-2,027	-1,987
Лесото	12,865	26,325	24,560	23,372	8,914	-4,717	-8,631	-4,211	-1,198	-0,766	-6,841	-9,654	-8,574	-9,493	-10,408
Литва	-7,017	-10,643	-14,477	-13,292	3,947	0,040	-3,695	-0,234	1,455	0,915	0,130	-0,384	-0,793	-1,418	-1,993
Ліберія	-2,822	-18,116	-12,088	-55,105	-28,770	-37,868	-34,486	-27,925	-34,735	-36,350	-40,461	-25,354	-24,868	-32,522	-31,300
Ліван	-13,746	-7,257	-7,236	-11,140	-12,549	-13,302	-12,830	-12,730	-12,877	-12,723	-12,297	-11,985	-11,521	-11,111	-10,456
Лівія	36,812	51,101	44,061	42,509	14,873	19,488	9,142	29,098	13,577	-27,114	-20,857	-7,503	-3,168	-1,665	-1,132
Люксембург	11,545	10,368	10,091	5,357	7,263	7,699	6,645	5,821	5,191	5,145	3,997	4,310	4,054	4,085	4,006
М'янма	6,110	6,766	-0,673	-4,186	-1,284	-1,242	-1,929	-4,286	-5,444	-5,318	-5,123	-5,043	-4,901	-4,588	-4,425
Маврикій	-5,000	-9,089	-5,430	-10,073	-7,407	-10,333	-13,817	-7,287	-9,874	-9,231	-9,196	-8,144	-7,423	-6,688	-6,246
Мавританія	-47,207	-1,320	-14,407	-13,655	-16,213	-10,145	-6,260	-31,895	-30,113	-26,768	-39,433	-26,171	-29,260	-20,740	-5,954
Мадагаскар	-10,994	-3,777	-12,665	-20,596	-21,154	-9,717	-6,906	-6,758	-5,391	-4,286	-4,031	-4,577	-4,693	-4,482	-4,393

Продовження додатка 5

Країна	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Македонія	-2,544	-0,447	-7,060	-12,830	-6,819	-2,034	-2,530	-3,027	-1,906	-4,596	-5,700	-5,020	-4,950	-4,788	-4,667
Малаві	-11,946	-11,178	0,979	-9,700	-4,849	-1,296	-5,874	-4,528	-2,807	-5,986	-5,194	-3,827	-3,722	-4,090	-4,472
Малайзія	14,417	16,091	15,359	17,068	15,533	10,934	11,569	5,784	3,937	4,321	4,219	4,289	4,334	4,181	4,113
Малі	-7,964	-3,566	-8,121	-12,114	-7,287	-12,617	-6,150	-2,663	-5,266	-8,893	-9,459	-7,664	-7,283	-6,241	-6,020
Мальдіви	-27,508	-23,169	-17,220	-32,258	-11,399	-8,881	-20,241	-21,961	-20,842	-19,574	-20,636	-20,214	-20,042	-19,428	-20,339
Мальта	-8,513	-9,681	-3,997	-4,994	-8,589	-6,547	-1,852	0,869	0,899	0,277	0,257	0,410	0,471	0,393	0,444
Марокко	1,787	2,152	-0,093	-5,217	-5,444	-4,130	-8,049	-9,746	-7,581	-6,832	-5,836	-5,120	-4,395	-4,375	-3,923
Маршаллові Острови	-1,898	-4,334	-5,433	-3,493	-17,403	-28,764	-8,965	-8,072	-9,360	-20,647	-10,873	-11,206	-11,405	-10,339	-11,200
Мексика	-1,034	-0,806	-1,405	-1,817	-0,911	-0,370	-1,072	-1,270	-2,051	-1,947	-2,029	-2,207	-2,298	-2,188	-2,203
Мікронезія	-7,885	-13,653	-9,176	-16,204	-18,325	-14,950	-17,399	-12,037	-7,077	-6,934	-6,374	-5,979	-5,813	-5,514	-5,239
Мозамбік	-17,215	-8,631	-10,924	-12,920	-12,241	-11,656	-24,378	-45,363	-39,507	-48,433	-48,209	-44,982	-52,884	-52,910	-46,972
Молдова	-7,556	-11,337	-15,248	-16,067	-8,214	-7,764	-11,178	-6,800	-4,827	-6,226	-7,338	-7,189	-7,296	-7,237	-7,087
Монголія	1,179	6,477	6,253	-12,874	-8,941	-15,032	-31,486	-32,574	-27,682	-14,079	-15,043	-15,936	-16,881	-20,074	-19,698
Намбія	4,593	13,566	8,498	2,908	-1,379	0,954	-1,160	-2,577	-5,133	-7,016	-4,905	-0,152	-0,089	-0,415	0,155
Непал	1,998	2,128	-0,134	2,740	4,169	-2,362	-0,951	4,822	3,298	4,633	3,189	2,120	0,916	-0,450	-1,243
Нігер	-9,231	-8,595	-8,189	-12,000	-24,395	-19,828	-22,318	-15,389	-17,024	-24,705	-24,203	-24,048	-20,979	-16,614	-10,336
Нігерія	22,725	17,120	10,909	9,057	5,156	3,868	2,997	4,357	3,969	3,668	2,241	1,681	1,602	1,272	1,077
Нідерланди	7,027	8,796	6,312	4,010	4,804	6,859	8,458	8,922	10,204	9,877	9,625	9,210	9,127	8,953	8,757
Нікарагуа	-12,396	-12,605	-16,504	-17,727	-9,250	-9,587	-12,795	-12,724	-11,368	-11,251	-11,440	-11,435	-11,278	-11,119	-9,890
Німеччина	4,828	5,967	7,129	5,975	6,030	5,878	6,283	7,360	7,011	6,203	5,843	5,545	5,190	5,140	4,989
Нова Зеландія	-7,159	-7,233	-6,910	-7,799	-2,271	-2,256	-2,889	-4,115	-3,375	-4,248	-5,976	-5,823	-6,092	-6,002	-5,920
Норвегія	16,433	16,443	12,639	16,065	11,923	11,939	13,540	14,521	11,197	10,639	10,236	9,791	9,356	8,921	8,488
ОАЕ	12,427	16,303	6,931	7,062	3,096	2,532	14,664	18,522	16,077	11,119	11,767	10,860	9,078	6,891	5,683
Оман	17,162	15,669	6,035	8,467	-1,294	10,330	15,838	13,343	11,909	9,906	5,559	2,818	-0,217	-2,329	-2,792
Пакистан	-1,293	-3,635	-4,511	-8,104	-5,456	-2,222	0,100	-2,070	-1,072	-1,169	-1,268	-1,933	-1,919	-1,858	-1,873
Палау	-19,404	-24,749	-16,685	-16,834	-4,664	-7,225	-4,100	-5,048	-6,532	-5,500	-5,300	-7,090	-6,951	-6,952	-5,649
Панама	-4,991	-3,173	-8,038	-10,924	-0,674	-11,371	-15,943	-10,619	-11,873	-10,774	-10,603	-9,274	-8,879	-7,866	-7,045
Папуа Нова Гвінея	13,950	-1,679	3,939	8,484	-15,208	-21,517	-23,611	-53,562	-30,816	-11,351	13,523	9,482	9,168	7,975	5,603
ПАР	-3,469	-5,307	-6,971	-7,174	-4,031	-1,968	-2,322	-5,242	-5,824	-5,736	-5,640	-5,396	-5,153	-4,815	-4,628
Парагвай	-0,764	1,576	5,652	0,994	3,027	0,273	0,470	-0,925	2,141	1,018	-1,051	-0,571	-0,686	-0,623	-0,545
Перу	1,558	3,325	1,488	-4,347	-0,507	-2,385	-1,862	-3,260	-4,508	-5,229	-4,980	-4,498	-4,131	-3,888	-3,560
Південний Судан	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	17,499	-27,690	3,996	-2,512	0,893	2,777	3,501	0,987	-4,728
Польща	-2,383	-3,849	-6,228	-6,603	-3,978	-5,117	-4,999	-3,722	-1,372	-1,540	-2,114	-2,453	-2,701	-2,916	-2,948

Продовження додатка 5

Країна	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Португалія	-10,323	-10,685	-10,102	-12,638	-10,919	-10,582	-7,016	-2,018	0,532	0,634	0,832	0,944	1,132	1,478	1,971
Республіка Конго	0,444	2,826	-6,507	-0,550	5,884	3,869	5,986	-1,224	-3,397	-3,225	-3,193	0,320	4,289	3,779	0,948
Республіка Корея	1,409	0,353	1,051	0,318	3,725	1,551	4,157	6,124	5,808	5,774	5,774	5,314	5,065	4,590	4,261
Росія	11,050	9,325	5,489	6,258	4,121	4,423	5,107	3,533	1,562	2,717	3,077	2,975	2,782	2,503	2,238
Руанда	-2,526	-4,468	-2,301	-5,182	-7,269	-7,354	-7,453	-11,258	-7,071	-12,323	-12,427	-9,982	-9,496	-9,187	-7,785
Румунія	-8,592	-10,389	-13,415	-11,553	-4,148	-4,422	-4,489	-4,440	-1,069	-1,176	-1,752	-2,230	-2,614	-2,927	-3,308
Сальвадор	-3,636	-4,127	-6,052	-7,149	-1,510	-2,658	-4,913	-5,309	-6,548	-6,472	-6,112	-5,903	-5,933	-6,056	-6,143
Самоа	-8,130	-8,761	-13,472	-5,474	-5,316	-6,742	-3,481	-7,818	-1,967	-5,376	-5,205	-7,063	-5,912	-5,248	-5,089
Сан-Томе і Принсіпі	-21,392	-32,269	-29,740	-34,908	-23,614	-22,521	-26,025	-20,880	-19,908	-18,023	-16,456	-14,545	-13,182	-11,797	-11,342
Саудівська Аравія	27,449	26,337	22,472	25,457	4,883	12,671	23,686	22,449	17,722	15,082	12,429	10,857	9,477	8,035	7,846
Свазіленд	-3,974	-6,666	-2,149	-7,649	-13,049	-9,979	-8,154	3,819	5,293	0,800	-1,439	-1,851	-2,412	-2,914	-3,151
Сейшельські Острови	-18,939	-13,161	-18,770	-27,186	-22,357	-22,103	-26,542	-24,675	-16,883	-20,950	-19,266	-17,649	-16,614	-16,227	-16,196
Сенегал	-8,852	-9,209	-11,614	-14,074	-6,666	-4,393	-7,929	-10,813	-10,410	-9,832	-9,431	-9,333	-9,045	-8,616	-8,218
Сент-Вінсент і Гренадіни	-18,557	-19,547	-28,031	-33,121	-29,237	-30,573	-29,375	-27,774	-29,186	-32,702	-30,196	-26,828	-24,087	-21,856	-20,043
Сент-Кітс і Невіс	-11,976	-13,500	-16,266	-27,532	-26,569	-20,879	-15,499	-11,884	-9,027	-13,530	-18,148	-17,844	-17,549	-16,958	-17,194
Сент-Люсія	-13,840	-28,960	-30,142	-29,014	-11,622	-16,295	-18,819	-14,043	-8,785	-8,898	-10,972	-11,744	-12,064	-12,739	-12,773
Сербія	-8,787	-10,093	-17,771	-21,711	-6,609	-6,777	-9,127	-12,283	-6,539	-6,068	-5,068	-4,100	-4,251	-4,843	-5,988
Сирія	-2,245	1,419	-0,234	-1,280	-2,937	-2,843	Н. А.	Н. А.	Н. А.	Н. А.	Н. А.	Н. А.	Н. А.	Н. А.	Н. А.
Сінгапур	21,871	24,957	25,974	14,432	16,819	23,663	22,839	17,480	18,311	17,581	16,637	16,166	15,685	15,204	14,529
Словацька Республіка	-8,461	-7,844	-5,318	-6,250	-2,593	-3,721	-3,765	2,229	2,149	1,902	2,235	2,401	2,592	2,799	2,834
Словенія	-1,675	-1,680	-4,030	-5,245	-0,392	-0,071	0,518	3,545	6,766	5,894	5,818	5,511	4,439	3,146	2,066
Соломонові Острови	-6,718	-9,059	-15,719	-20,461	-21,441	-30,822	-6,732	0,227	-8,404	-14,748	-15,528	-14,626	-11,920	-10,839	-9,870
Судан	-10,041	-8,845	-5,989	-1,570	-9,630	-2,054	-0,428	-9,245	-8,648	-6,275	-6,303	-6,233	-5,534	-5,318	-4,516
Сурінам	-6,563	8,399	11,051	9,191	2,872	11,396	5,755	3,397	-3,931	-3,586	-3,701	-2,792	0,527	0,737	1,268
США	-5,693	-5,822	-4,964	-4,665	-2,641	-2,967	-2,960	-2,851	-2,387	-2,474	-2,644	-2,755	-2,825	-2,818	-2,778
Сьєрра-Леоне	-6,364	-5,037	-7,420	-8,977	-13,325	-22,702	-65,247	-29,097	-10,414	-10,941	-8,231	-6,723	-6,726	-6,519	-6,067
Таджикистан	-1,615	-2,827	-8,602	-7,645	-5,925	-1,222	-4,759	-1,464	-1,388	-4,680	-3,601	-3,203	-2,973	-2,862	-2,836
Тайвань, провінція КНР	4,818	6,988	8,943	6,873	11,368	9,311	8,961	10,643	11,725	11,888	11,292	10,430	9,887	9,641	9,555
Таїланд	-4,333	1,118	6,349	0,791	8,303	3,143	2,571	-0,402	-0,633	2,872	2,102	0,974	1,160	0,918	0,787
Танзанія	-6,632	-9,585	-10,936	-10,281	-9,760	-9,304	-14,547	-15,862	-13,790	-13,723	-13,116	-12,450	-11,845	-11,313	-10,715
Тимор-Лесте	14,449	19,234	39,384	46,004	38,929	39,806	41,076	47,823	45,013	24,338	29,642	31,216	27,092	21,308	9,650
Того	-9,652	-8,013	-8,560	-7,025	-5,585	-6,294	-8,033	-9,525	-8,461	-8,982	-7,732	-7,438	-6,864	-6,761	-6,666
Тонга	-5,156	-5,651	-5,709	-8,202	-6,718	-3,715	-4,764	-6,064	-4,397	-3,148	-4,536	-6,169	-4,298	-1,564	-0,854

Закінчення додатка 5

Країна	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Тринідад і Тобаго	22,481	39,583	23,872	30,495	8,520	20,263	12,354	5,011	11,836	11,898	11,216	10,793	10,519	10,305	9,922
Туvalu	-13,832	31,937	-12,963	7,095	6,858	-11,934	-36,543	25,331	26,435	27,659	-37,196	-22,954	-18,696	-9,174	-10,859
Туніс	-0,928	-1,802	-2,356	-3,816	-2,830	-4,777	-7,402	-8,191	-8,429	-7,654	-6,593	-5,553	-4,612	-3,377	-3,095
Туреччина	-4,443	-6,015	-5,845	-5,526	-1,973	-6,209	-9,691	-6,150	-7,940	-5,847	-5,981	-5,959	-5,726	-5,772	-5,750
Туркменістан	5,093	15,664	15,548	16,547	-14,749	-10,604	1,992	0,044	-2,924	-1,893	-0,321	2,557	2,471	4,258	4,126
Уганда	-2,504	-3,989	-5,013	-8,509	-7,143	-10,767	-12,299	-9,458	-8,547	-10,359	-10,520	-9,852	-9,429	-9,286	-9,596
Угорщина	-7,479	-7,405	-7,275	-7,397	-0,223	0,217	0,423	0,853	2,953	2,465	1,955	1,239	0,508	-0,617	-1,733
Узбекистан	7,689	9,180	7,324	8,689	2,196	6,152	5,751	1,172	0,112	0,121	0,450	0,855	0,936	1,168	1,615
Україна	2,937	-1,501	-3,694	-7,086	-1,477	-2,212	-6,269	-8,109	-9,155	-2,516	-2,527	-2,608	-2,716	-2,880	-3,200
Уругвай	0,243	-1,997	-0,940	-5,698	-1,260	-1,885	-2,909	-5,418	-5,644	-6,531	-6,383	-5,889	-5,314	-4,915	-4,528
Фіджі	-7,607	-15,389	-10,393	-15,947	-4,157	-4,462	-5,292	-1,798	-20,705	-10,169	-8,818	-9,009	-9,289	-9,343	-9,475
Філіппіни	1,927	5,698	5,406	0,085	5,012	3,598	2,518	2,777	3,463	3,170	2,588	2,068	1,535	1,041	0,546
Фінляндія	3,803	5,335	5,198	3,136	2,662	2,394	-0,616	-1,221	-0,922	-0,571	-0,466	-0,432	-0,382	-0,316	-0,259
Франція	-0,470	-0,558	-0,972	-1,690	-1,297	-1,274	-1,710	-2,125	-1,313	-1,424	-1,047	-0,716	-0,440	-0,208	0,013
Хорватія	-5,265	-6,670	-7,253	-8,940	-5,119	-1,126	-0,880	-0,132	0,883	2,177	2,216	1,763	0,538	-0,859	-1,486
ЦАР	-6,587	-3,024	-6,229	-9,943	-9,185	-10,883	-8,265	-5,066	-5,451	-11,837	-16,949	-15,660	-14,280	-13,213	-12,435
Чад	1,045	4,593	8,184	3,724	-9,167	-8,955	-5,635	-8,691	-9,454	-7,183	-7,097	-5,854	-4,178	-4,482	-4,676
Чеська Республіка	-0,930	-2,109	-4,394	-2,121	-2,459	-3,830	-2,938	-1,297	-1,438	-0,199	-0,297	-0,364	-0,398	-0,431	-0,409
Чилі	1,537	4,599	4,090	-3,230	2,044	1,648	-1,224	-3,410	-3,424	-1,837	-1,391	-1,543	-1,499	-1,635	-1,708
Чорногорія	-16,635	-31,342	-39,497	-49,755	-27,852	-22,882	-17,729	-18,662	-14,588	-17,789	-23,743	-25,074	-24,485	-23,101	-17,544
Швейцарія	13,415	14,214	9,724	1,478	6,816	14,341	6,730	11,158	15,970	12,959	12,515	11,358	10,684	10,942	10,206
Швеція	7,130	8,689	9,366	9,178	6,208	6,350	6,127	5,985	6,180	5,681	6,093	5,923	5,769	5,726	5,493
Шрі-Ланка	-2,480	-5,304	-4,324	-9,540	-0,510	-2,169	-7,801	-6,707	-3,906	-3,262	-3,270	-3,135	-2,869	-2,754	-2,681
Ямайка	-9,553	-10,046	-15,338	-17,696	-11,003	-8,724	-13,421	-13,037	-11,051	-8,314	-6,545	-5,649	-5,179	-4,811	-4,450
Японія	3,721	4,006	4,870	2,941	2,885	3,961	2,142	0,988	0,687	0,952	1,125	1,247	1,263	1,307	1,407

Джерело: World Economic Outlook Database, October 2014.

НАУКОВЕ ВИДАННЯ

# **БОРГОВА СТІЙКІСТЬ ДЕРЖАВНИХ ФІНАНСІВ**

За редакцією

*Т. І. Єфименко, С. А. Єрохіна, Т. П. Богдан*

Відповідальний за випуск

*В. Д. Королюк*

Редактор

*І. І. Нестеренко*

Коректори:

*С. В. Зюбенко, Н. Г. Пузиренко*

Комп'ютерна верстка

*Г. Г. Пузиренка, С. В. Чимбай*

Формат 70×100/16. Ум. друк. арк. 57,9. Наклад 300 прим. Зам. 14-855

Видавець: Державна навчально-наукова установа «Академія фінансового управління»  
04119, м. Київ, вул. Дегтярівська, 38–44, тел./факс: (044) 277-51-15.  
Свідоцтво суб'єкта видавничої справи ДК № 4348 від 08.08.2012.

ПАТ «ВІПОЛ»

03151, м. Київ, вул. Волинська, 60.

Свідоцтво суб'єкта видавничої справи ДК № 4404 від 31.08.2012.

**Боргова стійкість державних фінансів** / за ред. Т. І. Єфименко, С. А. Єрохіна,  
Б82 Т. П. Богдан. – К. : ДННУ «Акад. фін. управління», 2014. – 712 с.

ISBN 978-966-2380-80-4

У монографії розглядаються проблеми забезпечення боргової стійкості державних фінансів. Обґрунтовано методологічні і теоретико-методичні засади забезпечення боргової стійкості державних фінансів та її оцінювання, виявлено особливості формування державного боргу України, проаналізовано зарубіжний досвід управління державним боргом, запропоновано стратегічні напрями боргової політики держави з метою забезпечення стійкості державних фінансів.

Для науковців, фахівців у сфері управління державними фінансами, слухачів курсів підвищення кваліфікації, викладачів фінансово-економічних дисциплін, аспірантів та студентів вищих навчальних закладів.

УДК 336.13:336](477)  
ББК 65.9(4Укр)261+  
65.9(4Укр)261.4