

**Український центр економічних та
політичних досліджень
імені Олександра Разумкова**

Володимир Сіденко, Василь Юрчишин, Катерина Маркевич

**Борги: час брати і час віддавати.
Глобальні тенденції
та виклики для України**

Аналітична доповідь

Київ 2015
Видавництво «Заповіт»

УДК 330.1

В.Сіденко, В.Юрчишин, К.Маркевич

Борги: час брати і час віддавати. Глобальні тенденції та виклики для України. / Аналітична доповідь. – Київ: Заповіт, 2015. – 72 с.



Дослідження проведене за підтримки Уряду Швеції.

Думки та твердження, висловлені в цьому виданні, не обов'язково відбивають позицію чи схвалюються шведським Урядом.

Публікація здійснена за фінансової підтримки Представництва Фонду Ганса Зайделя у м.Києві, Україна

Постійна електронна адреса: http://razumkov.org.ua/ukr/news.php?news_id=672

© Центр Разумкова, 2015
© Видавництво «Заповіт», 2015

ISBN 978-966-7272-78-4

Бібліотека Центру Разумкова. Серія «Дискусії про економічний розвиток»

Передмова

Серед головних викликів сучасності виокремлюються проблемні питання, пов'язані із станом державних фінансів, їх дефіцитами та накопиченими боргами. Упродовж останніх десятиліть минулого століття – період, коли у світі утворювалось багато нових економік – нерідкими були фінансові, валютні, боргові кризи в країнах, що розвиваються. Фінансові ж ринки розвинутих країн видавались стійкими, а наявні механізми кредитування (і запозичень) дозволяли урядам таких країн досить активно акумулювати ресурси на внутрішніх і зовнішніх ринках на практично безризиковій основі. І досить «спокійна» позитивна динаміка глобальної економіки і контрольовані бюджетні дефіцити найбільших країн упродовж попередніх десятиліть сприяли недооцінці бюджетних і боргових викликів для них. Серед головних чинників такої недооцінки – невиправдана віра у всемогутність ринкового саморегулювання, зокрема, через новітні похідні фінансові інструменти, за допомогою яких сподівалися повністю покривати ризики від можливих спонтанних збурень на глобалізованих фінансових ринках.

Тому, хоча рівень боргів у структурі ВВП розвинутих країн часто перевищував відповідний рівень в країнах, що розвиваються, проте кризові ризики для розвинутих країн не виглядали високими. Адже вважалося, що вони мають практично необмежений доступ до фінансування дефіцитів. Глобалізація ж по суті створила «вільні» умови доступу (ледь не для всіх країн) не лише до внутрішніх, але й до зовнішніх запозичень і, відповідно, прискореного нагромадження боргів.

Хоча боргові кризи були непоодинокими, проте розростання загальних, державних, зовнішніх боргів продовжувалося, оскільки ці кризи трактувалися як випадковості, зумовлені лише помилками тих чи інших гравців ринку, а зовсім не результатом системних провалів у механізмах ринкового регулювання. В ряді випадків нові запозичення дозволяли країнам запроваджувати успішні трансформації, створювати передумови для довгострокового стійкого зростання, однак не менш часто боргові ускладнення розростались до повномасштабних боргових криз. Апогеєм тут стала глобальна фінансово-економічна криза 2008-2009рр., передумови для якої визріли всередині США (іпотечна криза) в попередній період, а також криза в євросоні, яка настала за нею й охопила низку країн ЄС і, у найбільш гострій формі, Грецію.

Незважаючи на те, що за результатами осмислення причин фінансово-економічних збурень у світовому господарстві останніми роками з боку провідних міжнародних фінансових інститутів були вжиті численні корегуючі заходи, які помітно змінюють інституційні рамки й правила проведення фінансових операцій, загальні засади розв'язання боргової проблематики все ще залишаються недостатньо опрацьованими.

Україна, яка тривалий час спиралася на інтенсивні запозичення на міжнародних ринках, також не змогла уникнути боргових негараздів і останнім

часом потрапила в число найбільш проблемних держав-боржників, яким загрожує дефолт. Однак, на різних рівнях суспільства, у т.ч. в його керівних колах, виявилось суттєве нерозуміння чинників і механізмів поглиблення боргових проблем, що спровокувало і продовжує провокувати різноманітні спекуляції на потребах вирішення боргової проблематики, шляхах недопущення катастрофічних сценаріїв для фінансової системи країни.

У цій аналітичній доповіді увага зосереджується саме на різних складових боргової проблематики (насамперед, стосовно державних і зовнішніх боргів), варіантах реалізації і впливів боргової політики, а з тим – виявленні напрямів мінімізації негативних наслідків нинішньої боргової кризи на економічний розвиток країни.

У *першому розділі* висвітлюються головні макроекономічні чинники та їх взаємозв'язки, через які відбувається формування обсягу та структури боргу країни, насамперед, державного. Оскільки вагомою складовою утворення державного боргу є бюджетні дисбаланси, то у *другому розділі* увага зосереджена на утворенні останніми роками високих дефіцитів державних фінансів – проблеми, характерної не лише для України, але й для багатьох як розвинутих, так і висхідних країн (країн, що розвиваються, та країн з ринками, що формуються).

Забезпечення стійкого довгострокового розвитку нерозривно пов'язано зі збалансованою борговою структурою, раціонально вмотивованими запозиченнями, насамперед державними. Відтак *третій розділ* присвячений аналізу державних боргів, а також зовнішньоборгової структури окремих розвинутих і висхідних країн.

Стан і основні тенденції в борговій сфері України висвітлюються в *четвертому розділі*. Актуальність боргової проблематики для України суттєво підвищилася, і сьогодні вона перейшла в розряд ключової (системно значущої), оскільки недопущення дефолту країни та реструктуризація її непомірного зовнішнього боргу є одним з головних поточних завдань влади. У зв'язку з цим, окремий підрозділ присвячений аналізу певних ризиків, що постали перед Україною в результаті реструктуризації її зовнішнього боргу восени 2015р.

А.Рачок

Генеральний директор Центру Разумкова
12 жовтня 2015 р.

Борги: час брати і час віддавати. Глобальні тенденції та виклики для України

Зміст

| | |
|---|----|
| 1. Головні макроекономічні баланси і чинники виникнення боргів | 6 |
| 2. Порівняльний аналіз фіскальних параметрів і боргових навантажень в країнах світу | 18 |
| 3. Особливості формування боргової структури окремих економік | 30 |
| 4. Проблема зовнішнього боргу – пріоритет економічної політики України | 49 |
| Висновки і рекомендації для економічної політики | 67 |

1. Головні макроекономічні баланси і чинники виникнення боргів

У процесі економічної діяльності, яка має циклічний, нерівномірний характер, неодмінно виникають ситуації, коли певні економічні агенти отримують тимчасово «надлишкові» ресурси, а інші потребують ресурсів для забезпечення власної діяльності, результати якої настануть лише через деякий час. У таких випадках перші (т.зв. кредитори) можуть надати певні ресурси другим (позичальникам), чим утворюються боргові зобов'язання або борги. Виникнення таких боргів – абсолютно нормальне явище для ринкової економіки, без якого був би неможливий нормальний економічний розвиток, процеси інвестування та інновацій.

Якщо ж позичальником виступає держава, то запозиченнями утворюється державний борг, який згідно чинного законодавства України¹ визначається як загальна сума боргових зобов'язань держави з повернення отриманих та непогашених кредитів (позик) станом на звітну дату, що виникають внаслідок державного запозичення. Тобто державний борг є абсолютне й безумовне зобов'язання держави, і держава несе повну відповідальність за виконання умов випуску державних боргових цінних паперів чи укладених кредитних договорів. При цьому державні запозичення є раціонально обґрунтованими тоді, коли вони спрямовані на розв'язання найбільш важливих (системно значущих) проблем розвитку країни, що може сприяти значному поліпшенню загальних умов господарювання, зростанню конкурентоспроможності вітчизняних виробників, а також ліквідації випадкових екзогенних збурень, які час від часу виникають в країні та загрожують її соціально-економічній стабільності.

Якими ж є основні макроекономічні складові виникнення боргу (в т.ч. державного) та впливи запозичень на економічне середовище країни?

Макрорахунки і взаємовпливи. Насамперед, слід звернутися до формального опису умови макроекономічної рівноваги. Загальновизнано, що ВВП (Y) країни має дорівнювати сумі витрат на кінцеві товари та послуги, тобто витратам на споживання (C) плюс валове інвестування (I) плюс чистий експорт (експорт мінус імпорт $EX-IM$):

$$Y = C + I + (EX - IM),$$

або: $Y + IM = C + I + EX,$

що встановлює збалансування сукупного попиту (права частина рівняння – попит на споживчі та інвестиційні товари, а також зовнішній попит на національні товари та послуги) і сукупної пропозиції (ліва частина – вироблені в країні товари та послуги плюс імпорт).

¹ Бюджетний кодекс України. – <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/2456-17>.

Далі, ВВП разом із доходами факторів виробництва і поточними трансфертами утворюють валовий наявний дохід. Оскільки національні заощадження (S) є різницею між наявним доходом і внутрішнім споживанням, то, шляхом нескладних перетворень, отримуємо т.зв. **баланс заощаджень-інвестицій у розрізі державного і приватного секторів:**

$$(S_p - I_p) + (S_G - I_G) = CAB,$$

Тобто різниця між заощадженнями (S_p) та інвестиціями (I_p) приватного сектору плюс (+) різниця між заощадженнями (S_G) та інвестиціями (I_G) державного сектору дорівнює сальдо рахунку поточних операцій платіжного балансу (CAB)² або:

Розрив між заощадженнями та інвестиціями у приватному секторі + *Розрив між заощадженнями та інвестиціями у державному секторі* = *Сальдо рахунку поточних операцій*

Іншими словами: ресурси, які не використовуються в економіці (або яких не вистачає в економіці із внутрішніх заощаджених джерел), можуть бути використані за кордоном (або отримані з-за кордону), що відбивається у сальдо поточних операцій країни з іншими країнами світу.

Баланс заощаджень-інвестицій встановлює **взаємозв'язок між внутрішньою структурою економіки** в розрізі державного і приватного секторів (і що особливо важливо – в аспекті формування **ресурсів для довгострокового розвитку** через інвестування) і **поточними зовнішньоекономічними потоками**. Таким чином, дефіцит рахунку поточних операцій платіжного балансу виникає внаслідок одного з нижченаведених факторів або їх комбінації:

- більших приватних інвестицій порівняно з приватними заощадженнями;
- перевищення державних інвестицій порівняно з державними заощадженнями (по суті – дефіциту державних фінансів).

Ця формалізована залежність вказує на те, що **періоди інтенсивного економічного розвитку** країни, коли суттєво **зростають інвестиції**³, **мають супроводжуватися дефіцитами поточного рахунку** і, як наслідок, **припливом в країну зовнішнього капіталу** – чи то у формі

² Сальдо рахунку поточних операцій платіжного балансу є сумою чистих потоків товарів та послуг (зовнішньоторговельне сальдо), доходів та поточних трансфертів, що здійснюються між країнами. Для переважної більшості країн сальдо рахунку поточних операцій не суттєво відрізняється від зовнішньоторговельного (товарів і послуг) сальдо.

³ ...на що у менш розвинутих країнах, як правило, не вистачає власних ресурсів-заощаджень, якщо тільки вони не є експортерами дефіцитних ресурсів, як, наприклад, країни ОПЕК.

прямих інвестицій, чи то кредитних запозичень для фінансування нарощування капітальних активів.

Важливим наслідком формули балансу заощаджень-інвестицій є також те, що **дефіцит державних фінансів** (при невисокому рівні приватних заощаджень, що не створює достатнього попиту на державні цінні папери всередині країни) **супроводжується і дефіцитом рахунку поточних операцій (утворення т.зв. «подвійного дефіциту»)**, що може значно ускладнювати реалізацію стабілізаційних програм чи програм економічного розвитку⁴.

Звідси варто зробити важливий висновок: сальдо рахунку поточних операцій відображає не тільки прямі зміни в експорті та імпорті, у т.ч. спровоковані змінами обмінного курсу національної валюти (на що в Україні й звертають основну увагу), але й **зміни у рівні національних заощаджень та інвестування** (що часто залишається поза увагою, хоча й має далеко не другорядне значення), у т.ч. спричинені змінами процентних ставок, рівня оподаткування, усвідомлення економічних ризиків тощо.

При цьому, справедливими є наступні твердження, які мають важливе значення для формування правильної економічної політики:

- якщо дефіцит платіжного балансу занадто високий, то потрібно або підвищити рівень національного заощадження, або знизити рівень інвестування (останнє – очевидно, менш привабливий варіант, якщо тільки не має місце надмірне інвестування, зокрема у фондові цінності або створення зайвих виробничих потужностей);
- якщо рівень інвестування вже достатньо низький і не може відповідати завданням розвитку, то приватне та/або державне споживання мають бути відповідно узгоджені (зменшені) до необхідного рівня, який дозволяє збільшити ресурс для інвестицій. Альтернативою цьому є звернення до зовнішнього інвестування (розширення інвестиційного імпорту) за умов наявності ресурсів для фінансування зовнішньоекономічних дефіцитів, наявності умов для успішного освоєння зростаючих інвестицій (інфраструктура, кваліфіковані кадри, потенційні ринки збуту для додаткових обсягів випуску товарів та послуг тощо);

⁴ Підкреслимо, що постійно утримуваний бюджетний дефіцит гальмує економічний розвиток, насамперед, через зниження рівня національного заощадження та інвестування, підвищення процентних ставок і подорожчання капіталу, пригнічуючи виробництво. Крім того, зростання боргу, що супроводжує дефіцит, у найближчому майбутньому вимагатиме підвищення податкового тиску для забезпечення державних боргових виплат з подальшим наростанням негативних тенденцій в економіці за принципом ланцюгової реакції.

- якщо приватне споживання вже знизилося до певного (мінімального) рівня, тоді необхідне насамперед обмеження державного споживання;
- зростання дефіциту державного бюджету (розриву між заощадженнями та інвестиціями у державному секторі) в умовах непогіршення сальдо рахунку поточних операцій стає чинником зменшення приватних інвестицій в економіці (**ефект витіснення**).

Зазначимо, що в Україні вказаними принципами політики регулювання здебільшого нехтували упродовж всього періоду державної незалежності, найчастіше заради популістичних політичних вимог. До певного часу, доки глобальна кон'юнктура залишалася для країни в цілому сприятливою, це не провокувало макроекономічних шоків. Проте ситуація істотно змінилася з розгортанням глобальних кризових процесів у 2008-2009рр.

Явища глобальної кризи 2008-2009рр., як відомо, виявилися високо синхронізованими як для розвинутих, так і висхідних країн, що вимагало швидких і часто «нетрадиційних» антикризових заходів стосовно різних макроекономічних складових. Зокрема, кризовий спад споживання в США означав відчутне зменшення зовнішнього попиту для багатьох країн (як розвинутих, так і висхідних), оскільки саме США були головним «споживачем» у світовому господарстві. Наслідком стало суттєве звуження світових ринків, яке, хоча й сприяло **скороченню торговельних дисбалансів** (переважному зменшенню зовнішньоекономічних дефіцитів і надлишків – таблиця «Рахунок поточних операцій найважливіших країн і регіонів»⁵), проте ускладнювало для багатьох країн доступ до фінансових ресурсів, а з тим і до можливостей прискореного економічного відновлення. Це особливо мірою торкнулося тих країн (у т.ч. України), де упродовж багатьох років не відбувалося кардинального технологічного оновлення і, внаслідок цього, потенціал конкурентоспроможності на світових ринках був обмежений.

Рахунок поточних операцій найважливіших країн і регіонів,

\$ млрд.

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| США | -718,1 | -686,6 | -380,8 | -443,9 | -459,3 | -460,8 | -400,3 | -410,6 |
| Єврозона | 5,1 | -233,2 | -30,3 | -3,7 | -9,6 | 194,2 | 284,3 | 313,0 |
| Японія | 212,1 | 142,6 | 145,3 | 217,6 | 126,5 | 58,7 | 33,6 | 24,3 |
| Висхідні економіки | 623,1 | 684,0 | 247,1 | 315,7 | 413,1 | 383,3 | 217,0 | 197,0 |

⁵ Джерело: IMF World Economic Outlook, April 2015. – <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/01/>.

За цих ускладнених умов, що виникли внаслідок глобальної кризи, саме на державні фінанси найбільш проблемних країн лягло особливо велике навантаження, що зумовило критично швидке наростання державних боргів.

Витоки утворення державного боргу. Загальновизнано, що ключовою складовою зростання державного боргу є дефіцити державних фінансів, що виникають, насамперед, внаслідок нарощування видатків держави як на фінансування соціальних потреб, так і підтримки системно важливих структур економіки, насамперед банківської системи, а також внаслідок наростання сум з обслуговування вже наявних боргів. Слід нагадати, що сукупні державні видатки є чинником формування частини сукупного попиту; вони впливають і на приватний попит, і на сукупну пропозицію в економіці. Зміна структури видатків не лише спричиняє зміну величини сукупного попиту, але й впливає на розподіл доходів, розміщення ресурсів та інвестицій, бізнес-активність тощо.

Найбільш поширеною формою фінансування видатків держави, а з тим і бюджетних дефіцитів, є розміщення державних цінних (боргових) паперів (облігацій). Тому часто йдеться про те, що **державний борг** є загальним обсягом накопиченої заборгованості Уряду власникам державних цінних паперів (не слід також забувати про проценти за ними⁶), що дорівнює сумі минулих бюджетних дефіцитів за виключенням бюджетних надлишків (утворених позитивним сальдо державних фінансів в окремі роки).

Упродовж другої половини ХХ ст. структура наявних у світовому господарстві боргів вважалася такою, що є «зрозумілою» і передбачуваною, а також такою, що піддається ефективному регулюванню. Розвинуті країни, хоча періодично й мали бюджетні й боргові ускладнення, проте могли досить ефективно розв'язувати їх шляхом посилення жорсткості фіскальної політики або ж виваженої монетарної експансії. Висхідні ж країни здебільшого мали вкрай слабкі можливості самостійно впоратися з фінансовими негараздами і, зазвичай, нарощували боргові зобов'язання за рахунок кредитних ресурсів розвинутих країн. Значне розширення припливу прямих інвестицій з розвинутих країн у висхідні у 1990-і - першій половині 2000-х років певним чином послаблювало дію чинників нестабільності, пов'язаних з кредитною заборгованістю. Однак азійська криза наприкінці 1990-х років поставила під сумнів довготривалість такої стабільності.

Неочікувана ж всеосяжна (впливала на державні фінанси, банківську систему, потоки товарів, послуг і капіталів) фінансово-економічна криза 2008-2009рр. внесла суттєві корективи у світову боргову структуру. Необхідність забезпечення національної й глобальної макроекономічної стабільності спонукала розвинуті країни до **суттєвого розширення фінансування антикризових заходів**, наслідком чого стало значне нарощування кредитів, запозичень, а з тим – **посилення фіскальних і боргових ризиків**.

⁶ Долги наши скорбные. – <http://oko-planet.su/finances/financesnews/206479-dolgi-nashi-skorbnye-urovni-dolgov-stran-mira.html>.

Зосередженість на внутрішніх потребах розвинутих країн, водночас, означала, з одного боку, нарощування внутрішніх і взаємних боргів розвинутих країн, з іншого – обмеження фінансових ресурсів для висхідних країн. Тому зростання державних боргів розвинутих країн у вказаний кризовий період мало більш виразний характер (таблиця «Середній валовий державний борг розвинутих і висхідних країн»⁷).

**Середній валовий державний борг розвинутих і висхідних країн,
% ВВП**

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015(п) |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|
| Розвинуті | 72,0 | 78,8 | 92,1 | 98,6 | 102,6 | 106,8 | 105,2 | 105,3 | 105,4 |
| G-7 | 81,1 | 89,2 | 104,0 | 112,0 | 117,0 | 121,2 | 118,8 | 118,4 | 117,7 |
| Висхідні | 37,1 | 35,2 | 39,7 | 39,4 | 38,4 | 38,6 | 39,7 | 41,7 | 43,9 |

Тобто, якщо раніше державні борги в основному концентрувалися у менш розвинутих країн, відбиваючи функціональну недостатність їх економічних систем, то тепер вони дедалі зміщуються до найбільш розвинутих країн, демонструючи тим самим зростаючі ризики дисбалансів світової економіки.

Джерела і обмеження політики державних запозичень. Як вказувалось, нарощування державних видатків належить до головних чинників зростання дефіциту державних фінансів. Збільшення державних видатків, звичайно, змінює і структуру сукупного попиту. Адже при збільшенні видатків державний сектор вступає в конкуренцію з приватним за обмежені фінансові ресурси, наслідком чого є підвищення процентних ставок, з тим приватні інвестиції скорочуються, а приватні заощадження починають розміщуватися в державні боргові зобов'язання. При цьому, для фінансування дефіциту держбюджету зростає попит на запозичення: приватні заощадження спрямовуються не в сферу приватних інвестицій, а у сектор державних боргових зобов'язань (див. також врізку «Крива Лаффера – границі оподаткування»⁸), а з тим – фактично відбувається заміна приватного капіталу державним боргом, що має негативний вплив на розвиток країни⁹.

Серед головних чинників збільшення державного боргу виокремлюються:

- збільшення державних видатків без відповідного зростання державних доходів¹⁰;
- скорочення податків з метою стимулювання економіки без відповідного коригування (зменшення) державних витрат;

⁷ Global Fiscal Monitor (випуски різних років). – <http://www.imf.org/external/publications/index.htm>.

⁸ Будаговська С. та ін. Мікроекономіка. Макроекономіка. – К.: Основи, 1999. – 518с.

⁹ Флейчук М., Андрусів Р. Влияние внешних заимствований на социально-экономическое развитие посттрансформационных стран. – http://www.irbis-nbu.gov.ua/cgi-bin/irbis_nbu/.

¹⁰ Для зменшення бюджетного дефіциту уряди країн можуть вдаватись до відкладення у часі бюджетних зобов'язань, тобто перенесення на майбутнє витрат бюджету, які не враховуються в поточній бюджетній звітності.

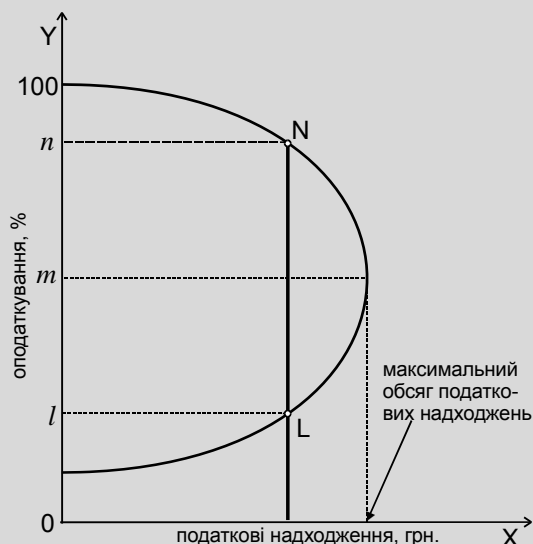
- вплив політичних бізнес-циклів – надмірне збільшення державних видатків напередодні виборів з метою завоювання популярності виборців та збереження влади тощо.

КРИВА ЛАФФЕРА – ГРАНИЦІ ОПОДАТКУВАННЯ

В умовах, коли державні видатки перевищують надходження до бюджету і спостерігається дефіцит бюджету, для фінансування своїх потреб держава могла б спробувати залучити потрібні ресурси шляхом підвищення податків. Проте цей напрям далеко не завжди дає позитивний ефект.

Рівень оподаткування (податковий тягар) в економіці вимірюється відношенням загальної суми фіскальних вилучень до суми доходів фірм і домогосподарств (що й визначає *сукупну ставку оподаткування доходів*).

Залежність доходів держави від рівня оподаткування неоднозначна. У довгостроковому періоді вона описується т.зв. «*кривою Лаффера*» (див. малюнок).



Інтерпретацією залежності, яка описується цією кривою, є те, що *обсяг податкових надходжень* залежить від сукупної ставки податку. Якщо ставка оподаткування низька і поступово підвищується від 0% до певного рівня *m*, це супроводжується збільшенням податкових надходжень до бюджету, які досягають максимуму саме в точці *m*. І подальше збільшення *податкового тягара* шляхом підвищення ставки податків пригнічує виробництво і викликає скорочення сукупних доходів (зменшення податкової бази), отже: підвищення ставки податку (від *m* до 100%) супроводжується прогресуючим скороченням податкових надходжень до бюджету – аж до точки, де податки перестають сплачувати взагалі. Таким чином, критично важливим завданням для оптимізації податкової політики є знаходження параметрів вказаної точки *m*, які можуть істотно відрізнятись в різних країнах (зокрема, через різний рівень ефективності виконання функцій держави, які фінансуються через податки).

Зауважимо, якщо одночасно з заміщенням приватного капіталу (в результаті дії ефекту витіснення) зростають податки (для підтримки чи розширення рівня державних видатків або виплат за чинним боргом), то відбувається подальше скорочення виробництва, оскільки **підвищення податків депресивно впливає на стимули до праці, до інновацій та до інвестування**. Відтак – високе **боргове навантаження негативно впливає на економічне зростання** і розвиток.

Звичайно, **взаємозв'язок між обсягами бюджетного дефіциту і державного боргу** має негативний і циклічний для економіки характер, тобто веде до утворення динамічної взаємної обумовленості. Так, бюджетний дефіцит збільшує державний борг, а зростання боргу, своєю чергою, потребує додаткових витрат бюджету на його обслуговування, що може збільшувати бюджетний дефіцит (або викликати зменшення витрат на фінансування державних соціальних програм). Таким чином, раз виникнувши, проблема *надмірного* бюджетного дефіциту або *надмірної* заборгованості може набувати **характеру «зачарованого» кола**, розірвати яке надалі вкрай важко.

Водночас, якщо зростаючі державні видатки (за рахунок яких може зростати бюджетний дефіцит) виконують роль державних інвестицій, то може відбутися певний перерозподіл структури інвестицій: частка капіталу державних підприємств зростає, а приватного – зменшиться. Тому часто **в контексті політики визначення обсягів нових боргових запозичень** в країнах з виваженою політикою виходять з того **принципу**, що такі залучення мають бути **виключно інвестиційними ресурсами**. І хоча в реальності дотримання цього принципу є проблематичним (хоча б через наявність різного роду форс-мажорних обставин, коли необхідно фінансувати критично важливе споживання), загалом ми маємо усвідомлювати, що основна проблема тут полягає в тому, що ефективність державних інвестицій зазвичай є нижчою, ніж ефективність приватних, а тому витіснення приватних державними є, як правило, небажаним.

Враховуючи **взаємозв'язок сальдо державних фінансів і сальдо рахунку поточних операцій**, при формуванні засад зовнішньої боргової політики слід виходити з того, що:

- фінансування негативного сальдо рахунку поточних операцій (найчастіше внаслідок негативного сальдо зовнішньої торгівлі) повинно відбуватись за рахунок відповідного додаткового припливу капіталу;
- за **відсутності додаткового надходження капіталу** (у вигляді прямих інвестицій, позик, трансфертів тощо) **єдиним джерелом фінансування вказаного негативного сальдо** лишаються **міжнародні (золотовалютні) резерви країни**;
- як наслідок – **значний бюджетний дефіцит виявляється вагомим чинником втрати міжнародних резервів країни**. При цьому, втрата резервів неминує призводить до девальваційного тиску на національну грошову одиницю,

розбалансування грошово-кредитної сфери, зростання інфляції та інших негативних соціально-економічних наслідків.

У найпростішому випадку, коли ніяких істотних структурних змін в економіці не відбувається, а **внутрішні ресурси є недостатніми, утворення з року в рік дефіциту державних фінансів** обмежене у часі тим моментом, коли обсяг **накопичених зовнішніх боргів** (що виникли в результаті фінансування дефіцитів) досягне певного **критичного рівня**, на якому розгортається **криза зовнішнього сектора економіки**. Така криза виявлятиметься у двох формах – **валютної кризи** (стрімкої девальвації чи навіть повного знецінення національної грошової одиниці) або **кризи зовнішнього боргу**. Більше того, криза зовнішнього сектора має властивість швидко поширюватися на внутрішні сектори економіки, і у переважній більшості випадків різноманітні кризові прояви (фінансовий, валютний, банківський, платіжного балансу, ажіотажного спустошення внутрішнього ринку тощо) супроводжують і взаємно посилюють один одного, що підтверджують численні приклади з досвіду різних країн та регіонів світу, зокрема в період широкомасштабних криз в Південній Америці у 1980-1990-х роках¹¹.

Таким чином, необхідно враховувати окремі узагальнюючі уроки, які надає світовий досвід стосовно політики формування державного боргу та його **макроекономічного впливу**¹²:

- **необхідність уникнення високого рівня бюджетного дефіциту**. При цьому, різними є критичні рівні для різних груп країн. Так, якщо Маастрихтські критерії конвергенції в ЄС вимагають від країн підтримувати дефіцит державних фінансів не вище 3% ВВП, то для висхідних країн із слабкою економічною динамікою утримуваний упродовж років дефіцит у 2% ВВП вже може формувати помітні боргові ризики;
- **необхідність уникнення критично високого рівня боргу**. Адже значний рівень існуючого боргу вимагає наявності великих обсягів вільних ресурсів для вчасного обслуговування боргу. Це вимиває ресурси економічного зростання, що відповідно зменшує можливості акумуляції ресурсів для наступних боргових виплат, а отже, робить проблему боргів такою, що має тенденцію до поглиблення;
- **слабкі інститути** суттєво ускладнюють можливості акумуляції коштів як для виробничих цілей, так і накопичень для боргових виплат, оскільки за їх існування відбувається використання бюджетно-податкової системи у власних інтересах приватних осіб,

¹¹ Див., зокрема: Ocampo J. The Latin America Debt Crisis in Historical Perspective. – <http://policydialogue.org/files/publications/>.
Ugarteche O. Public Debt Crisis in Latin America and Europe: a Comparative Analysis. – <http://www.paecon.net/PAEReview/issue67/Ugarteche67.pdf>.

¹² IMF Fiscal Monitor (випуски різних років). – <http://www.imf.org/>.

причетних до розподілу державних ресурсів. Як наслідок, ані соціальні завдання не вирішуються, ані належно не фінансуються боргові потреби, що поглиблює зовнішні боргові дисбаланси;

- **низький рівень внутрішніх заощаджень**, з одного боку, може стати чинником послаблення інвестиційного потенціалу, з іншого – може призводити до погіршення рахунку поточних операцій, фінансування якого потребує розширення доступу до зовнішніх ресурсів. В обох випадках наслідком стане зростання вартості зовнішніх запозичень, тобто зростання вартості боргу з відповідним погіршенням боргової позиції вже найближчими роками;
- **надмірне нарощування державних витрат**, зумовлене підтримкою завищених (відносно наявних економічних можливостей) соціальних стандартів або наданням державної підтримки чи то банківській системі, чи то великим державним монополістам (як антикризовий захід чи політика запобігання банкрутству), хоча нерідко такі витрати диктуються наявністю відповідних поширених соціальних очікувань щодо ролі держави в соціальному житті країни;
- **несприятлива демографічна структура**: високий рівень **в структурі населення людей старшого віку** та низька частка робочої сили (в такій структурі) зумовлюють низький рівень заощаджень, а також потребують значних соціальних видатків, що, як вказано вище, погіршує перспективи стійкої високої економічної динаміки і веде до поглиблення боргових проблем;
- постійно утримуваний **дефіцит рахунку поточних операцій**, який часто супроводжується фіскальним дефіцитом. Такий подвійний дефіцит, якщо він не фінансується через прямі іноземні інвестиції (певні з яких, втім, також можуть формувати додаткові боргові зобов'язання) означає потребу у все нових запозиченнях, що призводить до посилення боргових дисбалансів;
- **обмежений доступ до зовнішніх глобальних ресурсів на прийнятних умовах**. Країни з високими боргами, як правило, мають низькі кредитні рейтинги, що здорожчує, а можливо навіть унеможлиблює доступ до нових ресурсів (по аналогії з кривою Лаффера). В таких умовах країна швидко замикається в борговій спіралі (для розрахунку за дорогі попередні запозичення залучаються ще дорожчі нові борги). Окрім дефолту (що навряд чи є прийнятним виходом практично в будь-яких умовах), лише гарантії для розміщуваних бондів з боку найкрупніших розвинутих країн можуть тимчасово підтримати такі ослаблені країни;
- **зовнішньоторговельний дефіцит**, який супроводжується значними борговими виплатами, а також **відтоком капіталів і девальвацією** національної валюти, призводить до погіршення показника валових потреб фінансування платіжного балансу. Якщо розрив у валовому фінансуванні перевищує 15-20%ВВП, то ризики неплатоспроможності суттєво зростають;

- **глобальні фінансові дисбаланси**, які взагалі обмежують доступ до ресурсів і можуть спричинити глобальну кризу платежів, від яких найбільше зростають слабкі країни, які не мають фінансових компенсаторів або зустрічних кредитних вимог).

Слід також вказати, що при формулюванні засад політики регулювання державного боргу виникає велика кількість суто технічних питань, правильне вирішення яких важливе для ефективності процесу регулювання.

Так, зокрема, взаємна проникність внутрішнього і зовнішнього ринків в умовах глобалізації економіки може призводити до «змішування» внутрішнього і зовнішнього боргу, в т.ч. державного, а отже й до хибної оцінки їх обсягів. Відповідно до рекомендацій МВФ у якості внутрішнього державного боргу розглядаються зобов'язання органів державного управління, номіновані як у національній, так і іноземній валюті, власниками яких є резиденти країни. Зовнішнім боргом вважається заборгованість перед нерезидентами¹³.

Зауважимо, хоча МВФ дає точне визначення зовнішнього боргу, проте віднесення тих чи інших зобов'язань до зовнішнього боргу в різних країнах не є однозначним. Але національна практика може відрізнятися від цих стандартів обліку. Так, зокрема, Мінфін Росії відносить до іноземних боргів всі зобов'язання в іноземній валюті, а центральний банк (*Банк Росии*) – зобов'язання перед нерезидентами. Тому Банк Росії рублеві зобов'язання перед нерезидентами зараховує до зовнішнього боргу, а валютні зобов'язання резидентів перед іншими резидентами виключає із зовнішнього боргу¹⁴.

При оцінці ступеня впливу державного боргу необхідно застосовувати низку індикаторів, які характеризують рівень боргового тиску на економіку країни. Абсолютний розмір державного боргу часто не є показовим макроекономічним індикатором. Більш змістовними є **відносні показники заборгованості до ВВП, обсягів експорту товарів та послуг, валових резервів країни**. Зокрема, найчастіше йдеться про:

- відношення сукупного боргу до ВВП¹⁵;
- відношення річних обсягів обслуговування боргу до ВВП;
- відношення річної суми обслуговування зовнішнього боргу до обсягу експорту товарів і послуг (більш точно відбиває

¹³ Попкова А. Управление государственным долгом в разных странах. – <http://www.nbrb.by/bv/articles/8192.pdf>.

¹⁴ Див., зокрема: Хейфец Б. Глобальный долговой кризис и риски долговой политики России. – http://www.inecon.org/docs/Kheifets_paper.pdf.

¹⁵ У контексті макроекономічних взаємозв'язків відношення обсягу боргу до ВВП не зовсім коректний показник. Справа в тому, що обсяг боргу – це накопичена (упродовж попередніх періодів) величина на певний момент часу (*stock*), а ВВП – це створювана додана вартість упродовж певного визначеного періоду (*flow*). Між тим, вказане відношення вже є традиційним і певним чином може характеризувати сукупний борговий тиск на поточний чи перспективний стан економіки країни.

- спроможність поточного залучення ресурсів для виконання поточних виплат);
- інші показники спроможності держави до виконання своїх боргових зобов'язань (т.зв. «борговий навіс»¹⁶ або ж частка короткострокового боргу в його сукупному обсягу).

Зауважимо, що динаміка відносної величини державного боргу («борг/ВВП») залежить від рівнів інфляції та процентної ставки (а тому й реальної процентної ставки та реальних вилучень з бюджету на фінансування боргових виплат), темпу зростання реального ВВП, обсягу бюджетного дефіциту, курсу національної валюти тощо¹⁷. Тому, хоча показник «борг/ВВП» є головним при визначенні боргового навантаження на економіку країни, проте він не є «всеохоплюючим» і, зазвичай, необхідною є оцінка й рівня навантаження для обслуговування (виплат процентів) боргів.

Так, зокрема, **негарзди на валютному ринку країни** (в т.ч. валютна криза) мають **безпосередній негативний вплив і на боргову ситуацію**. Валютна криза, насамперед, проявляється у вигляді паніки на валютному ринку, результатом чого є стрімке зростання попиту на іноземну валюту зі стрімким знеціненням національної валюти або ж надвисокою втратою значних обсягів міжнародних резервів центрального банку країни. Боргова криза найчастіше проявляється у вигляді неможливості чи відмови від обслуговування своїх зовнішніх платежів або неможливості залучити нові ресурси в економіку через втрату довіри міжнародних інвесторів. Слід також вказати, що найчастіше обидві форми супроводжують одна одну, що суттєво погіршує негативні наслідки для економіки країни. Тому системна оцінка ефектів боргових і валютних криз потребує багатогранної оцінки різних макроекономічних показників.

¹⁶ Гриценко А. Государственный внешний долг и макроэкономическая динамика. – <http://cyberleninka.ru/article/n/gosudarstvennyy-vneshniy-dolg-i-makroekonomicheskaya-dinamika>.

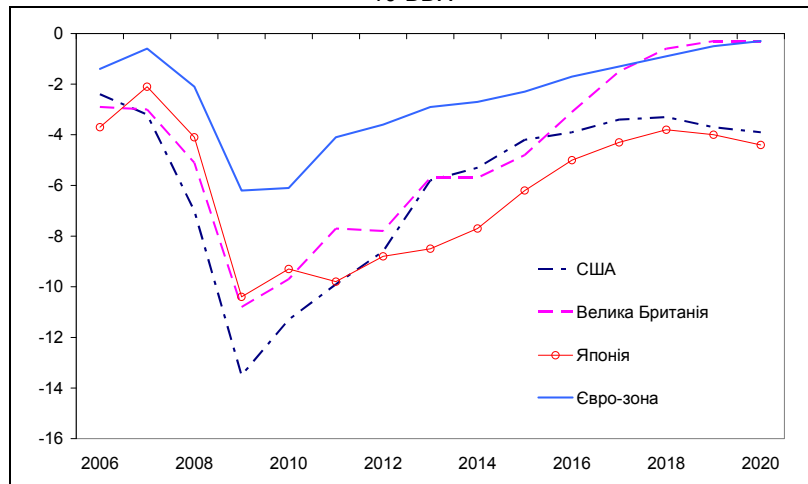
¹⁷ Зокрема, зменшення відносної заборгованості в економіці можливе за умови, якщо темпи зростання реальної процентної ставки будуть нижчими за темпи зростання реального ВВП, а частка первинного бюджетного надлишку відносно ВВП буде збільшуватися. Девальвація ж національної грошової одиниці збільшує бюджетні витрати за зовнішніми зобов'язаннями.

2. Порівняльний аналіз фіскальних параметрів і боргових навантажень в країнах світу

У попередньому розділі були визначені макроекономічні взаємозв'язки і взаємовпливи макроекономічних складових, які характеризують внутрішній і зовнішній стан економіки країни і є важливими для недопущення критично високих рівнів боргової залежності, з метою уникнення поширення макроекономічних дисбалансів загалом. При цьому підкреслювалася залежність рівня заборгованості від рівня розвитку країни, ступеня зрілості їх ринкових інститутів тощо. Аналіз фіскальних і боргових дисбалансів сприяє розумінню і виробленню раціональної економічної політики.

Фіскальні дисбаланси розвинутих країн. Як вказувалось, антикризові заходи (2008-2012рр.) були здійснені ціною нарощування державних видатків для забезпечення банків та компаній, реалізації програм підтримки економіки, наслідком чого стали високі дефіцити державних фінансів як розвинутих, так і висхідних країн. Хоч у роки напередодні кризи бюджети розвинутих країн були переважно дефіцитними (за виключенням скандинавських країн, Канади, Австралії та деяких інших країн), проте такі **фіскальні дефіцити не були значними** – усереднений показник лише незначним чином перевищував 1% ВВП¹⁸ (діаграма «Сальдо консолідованого бюджету найбільших розвинутих економік»¹⁹).

Сальдо консолідованого бюджету найбільших розвинутих економік, % ВВП



¹⁸ Дефіцити окремих найкрупніших розвинутих країн у різні періоди були й вищими, проте в роки напередодні кризи вони не перевищували «маастрихтських» 3%. Так, у 2007р. дефіцити бюджетів США і Великої Британії становили 2,7%, Японії – 2,1% відповідних ВВП.

¹⁹ IMF Fiscal Monitor 2015. – <http://www.imf.org/external/ns/cs.aspx?id=262>.

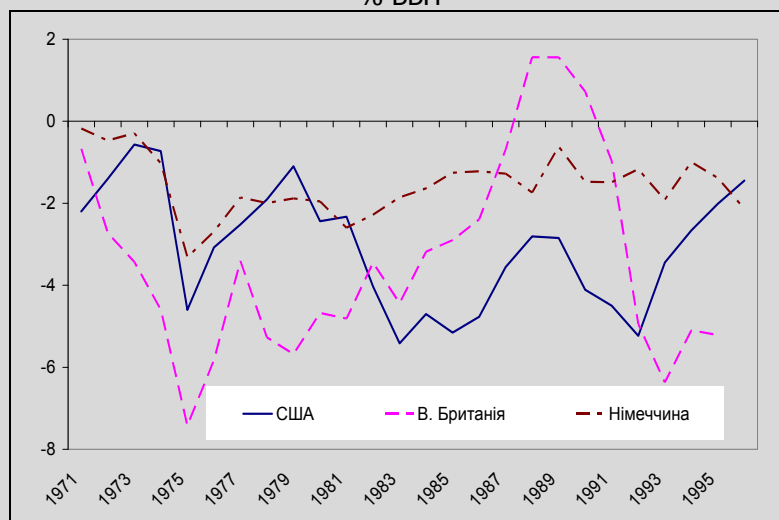
Досить «спокійна» позитивна динаміка глобальної економіки і контрольовані бюджети найкрупніших країн упродовж попередніх десятиліть спричинили недооцінку бюджетних викликів для них (врізка «*Фіскальні дисбаланси окремих розвинутих країн*»).

ФІСКАЛЬНІ ДИСБАЛАНСИ ОКРЕМИХ РОЗВИНУТИХ КРАЇН

Історичний аспект

Упродовж 1970-1980рр. у низці найбільших розвинутих країн спостерігались значні дефіцити державних фінансів (діаграма «*Сальдо державних фінансів окремих розвинутих країн*»²⁰). У Великій Британії в другій половині 1970-х років взагалі утворився передкризовий стан, і лише рішучі реформування Уряду Тетчер дозволили збалансувати фінансову сферу, відновити стійку позитивну динаміку. Рейганоміка у США упродовж 1980-х років була спрямована на утвердження вільного підприємництва, економічного лідерства країни у світі, що стимулювалось високими державними видатками, наслідком чого стали високі дефіцити (які, втім, досить легко фінансувались завдяки високій економічній динаміці і привабливості країни для іноземних інвесторів), але насамперед через можливість вільної емісії долара США – головної резервної валюти світу (американські казначейські папери стали головною формою зберігання активів для країн з профіцитами платіжних балансів). Провідні країни континентальної Європи намагалися впроваджувати жорстку фіскальну дисципліну, що утримувало невисокі дефіцити. І з часом країнам вдалося суттєво зменшити дефіцити своїх державних фінансів.

**Сальдо державних фінансів окремих розвинутих країн,
% ВВП**



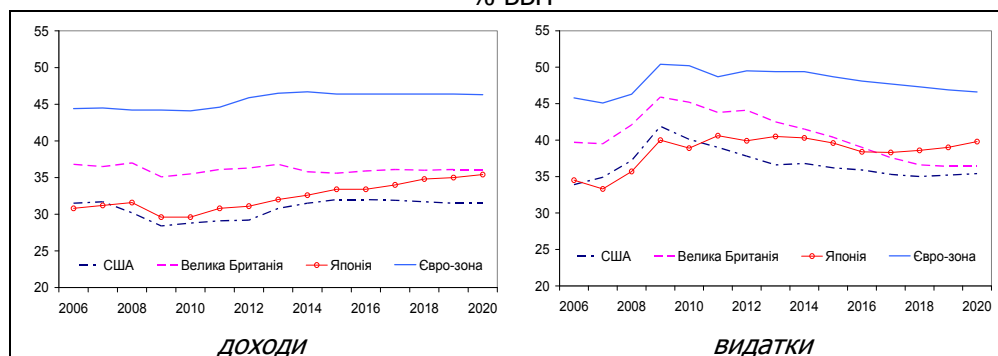
²⁰ IMF eLibrary Data. – <http://www.elibrary.imf.org/?redirect=true>.

Між тим, ще з початку 2000-х років закладалися високі бюджетні ризики, насамперед, у розвинутих європейських країнах. Порушення вимог Пакту ЄС про стабільність і розвиток щодо недопустимості перевищення дефіциту 3% ВВП у найкрупніших європейських країнах Німеччині та Франції, по суті, було проігнороване²¹.

Тому криза 2008-2009рр. відчутно вразила державні фінанси (насамперед, розвинутих країн) з двох боків – необхідність збереження і підтримки економічної активності і банківської платоспроможності, які суттєво збільшували державні видатки, з одного боку, і неможливість належним чином забезпечити такі видатки, з іншого. В результаті кризи країни стикнулися зі схожою проблемою – **поточний рівень бюджетних доходів не дозволяв фінансувати досягнутий у докризовий період рівень витрат**, а також «антикризових» витрат без зростання дефіциту та, відповідно, боргу.

У результаті в розвинутих країнах відбулося значне нарощування як вказаних бюджетних дефіцитів, так і державних видатків (переважно за рахунок боргових коштів чи ресурсів центральних банків своїх країн), при тому, що в кризовий період бюджетні надходження навіть зменшувалися (діаграма «Доходи і видатки консолідованого бюджету найбільших розвинутих економік»²²).

Доходи і видатки консолідованого бюджету найбільших розвинутих економік, % ВВП



²¹ Ризики не були оцінені, країни не понесли «покарання», що взагалі поставило під сумнів строгість вимог ЄС до фінансів країн-членів загалом і державних у першу чергу. Це й стало вагомим чинником кризи в Єврозоні, що послідувала за глобальною фінансово-економічною кризою 2008-2009рр.

²² IMF Fiscal Monitor (випуски різних років). – <http://www.imf.org/>. У цьому підрозділі прогнозні показники – МВФ.

Що ж стосується **посткризового**²³ **періоду**, то характерним є **зниження видатків у структурі ВВП** (при збереженні чи незначному підвищенні доходів), що призводить до **зменшення фіскальних дефіцитів**. І за оцінками міжнародних фінансових інститутів, така політика продовжуватиметься найближчими роками.

Важливими є два наступні застереження стосовно глобальних проблем і перспектив фіскального і боргового збалансування:

- **значний внутрішній державний борг США**, який станом на кінець серпня 2015р. перевищив \$18,2 трлн.²⁴, збільшившись з вересня 2000р. (\$5,7 трлн.²⁵) більш ніж втричі. Третина цього боргу (понад \$6 трлн.) належить іншим країнам, насамперед Китаю та Японії (станом на середину 2015р., відповідно, \$1,24 та \$1,20 трлн.²⁶). Зрозуміло, що **стабільність рефінансування** цього велетенського боргу базується на **збереженні довіри до американської валюти та всієї фінансової системи США**, а в ширшому контексті – від **здатності США зберігати роль світового економічного і військово-політичного лідера**. Тому нинішнє геополітичне суперництво навіть між великими країнами не може не мати істотного глобального фінансового підтексту (без загострення ризиків для світової економіки загалом);
- **важливий, але значною мірою суперечливий, проект Європейського Союзу стосовно завершення формування економічного, валютного і фіскального союзу**. В умовах істотної різниці рівнів економічного та інституційного розвитку країн-членів єврозони, інтеграція макроекономічної політики може створювати надмірний тиск на найслабші економіки, провокуючи явища нестабільності. Як наслідок – **посилення ризиків фінансових потрясінь у євразоні** (першою і найбільш глибокою з яких вже постала грецька криза).

Вказані потенційно «вибухові» для розвинутих економік проблеми доповнюються низкою ускладнень, що спостерігаються серед висхідних країн. І актуальність їх макроекономічного аналізу дедалі зростає, оскільки останніми роками активізувалися спроби формування альтернативних світових фінансових центрів.

²³ Термін «посткризовий» застосовується тут виключно по відношенню до періоду кризи 2008-2009рр. і не означає, що за межами цього періоду відсутні певні кризові прояви як регіонального (криза в євразоні), так і загальносистемного характеру (загальна нестабільність сучасної системи регулювання глобальних процесів).

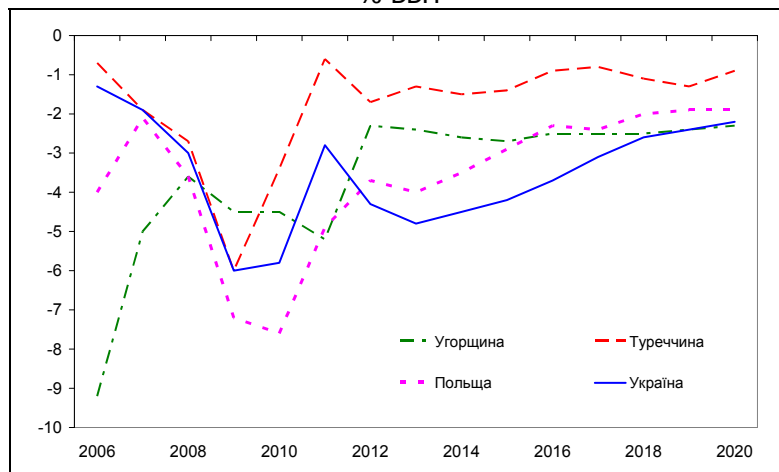
²⁴ U.S. Department of the Treasury. The Bureau of the Fiscal Service. Monthly Statement of the Public Debt of the United States. August 31, 2015. – <http://www.TreasuryDirect.gov>.

²⁵ U.S. Department of the Treasury. Historical Debt Outstanding - Annual 2000-2014. – http://www.treasurydirect.gov/govt/reports/pd/histdebt/histdebt_histo5.htm.

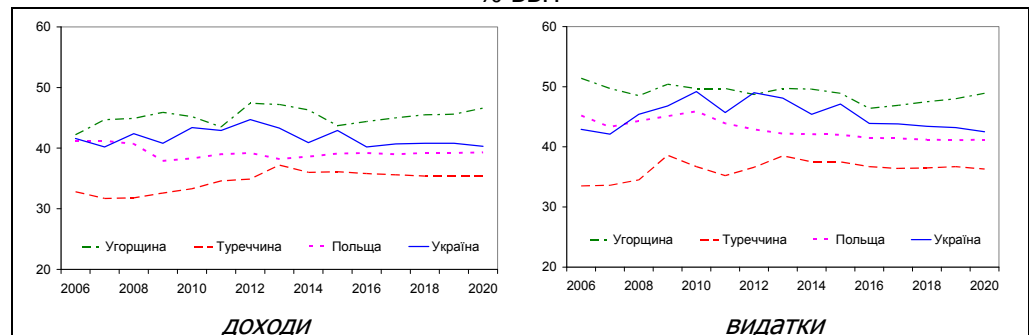
²⁶ US Department of the Treasury and Federal Reserve Board. Major foreign holders of Treasury securities. September 16, 2015. – <http://www.treasury.gov/ticdata/>.

Фіскальні дисбаланси висхідних країн²⁷. Хоча в результаті глобальної кризи у висхідних країнах фіскальні баланси погіршилися, **бюджетна експансія була помітно меншою** (діаграми «Сальдо консолідованого бюджету окремих висхідних економік», «Доходи і видатки консолідованого бюджету окремих висхідних економік»²⁸).

**Сальдо консолідованого бюджету окремих висхідних економік,
% ВВП**



**Доходи і видатки консолідованого бюджету
окремих висхідних економік,
% ВВП**



²⁷ Нижче в аналізі даних до висхідних країн нами віднесено низку країн Центральної та Східної Європи, які нині вже є членами ЄС та ОЕСР. Формально це може давати підстави класифікувати їх як розвинені країни. Проте в даному випадку вони розглядаються саме як висхідні, виходячи з факту недавнього здійснення системних трансформацій у напрямі розбудови ринкової економіки, більш швидких, як правило, темпів зростання при певному відставанні від середніх для групи розвинених країн показників ВВП на душу населення, а також у рівнях зрілості ринкових інституцій. Саме ці міркування дозволяють МВФ відносити вказані країни до групи висхідних (*emerging markets*).

²⁸ IMF Fiscal Monitor 2015. – <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2015/01/fmindex.htm>.

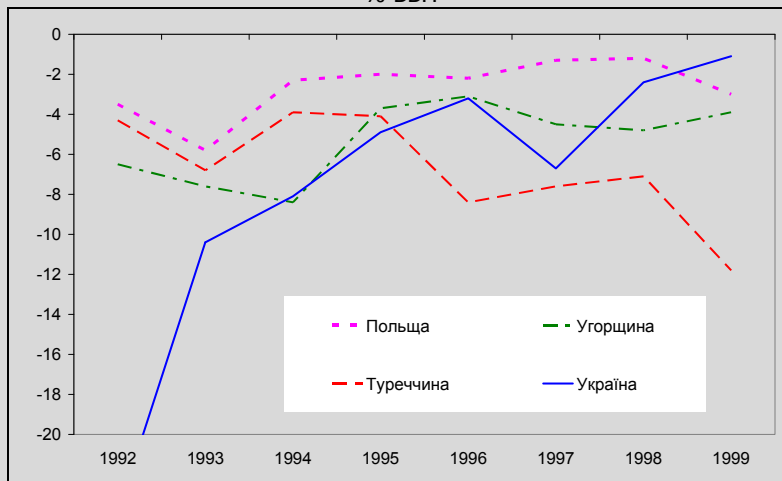
ФІСКАЛЬНІ ДИСБАЛАНСИ ВИСХІДНИХ КРАЇН

Історичний аспект

Для багатьох постсоціалістичних країн перша половина 1990-х років стала періодом глибоких системних трансформацій. Їх особливістю стало послідовне спрямування європейських країн-кандидатів до вступу до ЄС на виконання критеріїв ефективності (зокрема, зменшення фіскальних дисбалансів до рівня 3% ВВП, недопущення перевищення боргу країни 60% ВВП, обмеження інфляції та рівня процентних ставок тощо). Хоча не всі постсоціалістичні країни були однаково успішні, проте загалом країнам вдавалося покращувати структури державних фінансів, насамперед, у частині зменшення бюджетних дефіцитів (діаграма «Сальдо державних фінансів окремих висхідних країн»²⁹).

Цікавим є також досвід Туреччини (хоча країна не є «чисто» європейською, проте в міжнародних класифікаторах вона часто асоціюється з висхідними країнами Європи та має розвинені інституціональні стосунки з ЄС). Країна упродовж 1990-х - першої половині 2000-х років активно стимулювала власних виробників, залучала міжнародні інвестиції, підвищувала продуктивність і оплату праці. Тому для країни були характерні як значна інфляція і помітні фіскальні дефіцити, так і, водночас, висока економічна динаміка.

**Сальдо державних фінансів окремих висхідних країн,
% ВВП**



Значною мірою це зумовлено відносною (порівняно з найбільш розвиненими країнами) **обмеженістю доступу до світових фінансових ресурсів**, особливо у зв'язку з тим, що в період кризи суттєво знизилася довіра до фінансових можливостей багатьох висхідних країн, їх спроможності

²⁹ IMF eLibrary Data. – <http://www.elibrary.imf.org/?redirect=true>.

акумулювати належні ресурси для забезпечення платоспроможності, недопущення дефолту тощо.

Глобальна криза зумовила **швидке поглиблення диференціації** серед висхідних країн – в залежності від потенціалу їх конкурентоспроможності, здатності зберігати (або навіть розширювати) свою присутність на найбільш динамічних міжнародних ринках. І хоча окремі висхідні країни з міцним експортним потенціалом (зокрема, Китай та інші країни Східної Азії) демонструють здатність ефективно адаптуватися до викликів сучасної глобальної системи та кризових процесів, які в ній відбуваються, група висхідних країн в цілому зіткнулася з серйозними ускладненнями.

Для України у цьому контексті важливим є досвід насамперед висхідних європейських країн. Їх фіскальні дисбаланси мають певну історичну «основу». Вона пов'язана з тим, що успішні висхідні країни упродовж трансформаційного періоду на початку 1990-х років послідовно посилювали строгість державних фінансів (державного бюджету). Країни ж, які не отримали статус кандидатів до вступу до ЄС, часто порушували фіскальну дисципліну, що й продовжувало утримувати значно вищі (порівняно з Маастрихтськими вимогами) бюджетні дефіцити (врізка «*Фіскальні дисбаланси висхідних країн*»). Фактично збереження цих фіскальних дефіцитів маскувало й компенсувало недостатність внутрішніх структурних реформ у напрямі створення дійсно конкурентоспроможних національних економік. Це робить вказану групу країн підвищено вразливою до глобальних фінансових потрясінь.

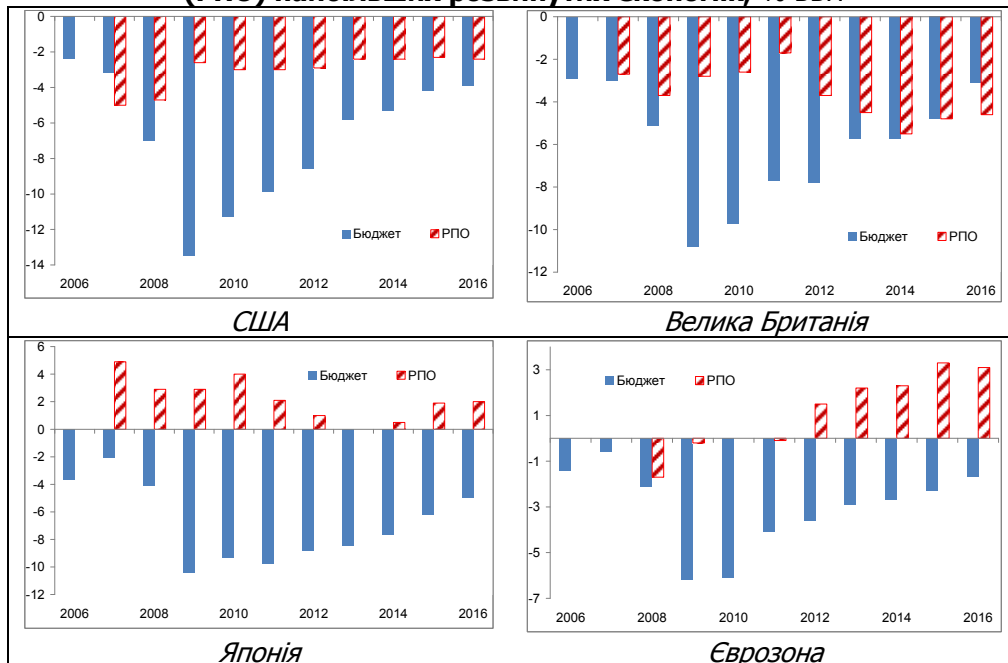
Глобальна криза: проблема подвійних дефіцитів. Глобальна криза 2008-2009рр. ознаменувалася не лише своєю широтою та глибиною деструктивних впливів, але й особливою структурною складністю, а отже неоднозначними результатами антикризових заходів у різних країнах.

Слід, однак, відзначити, що за досить значних дефіцитів державних фінансів **розвинутих країнам загалом вдавалось не допустити подвійні дефіцити**. Так, якщо США і Велика Британія мали традиційні досить високі подвійні дефіцити (насамперед, внаслідок високо рівня поглинання (споживання + інвестиції)) в обох країнах, то європейські країни переважно мали позитивне зовнішньоторговельне сальдо, а з тим – і позитивне сальдо рахунку поточних операцій (діаграма «*Сальдо консолідованого бюджету та рахунку поточних операцій найбільших розвинутих економік*»³⁰).

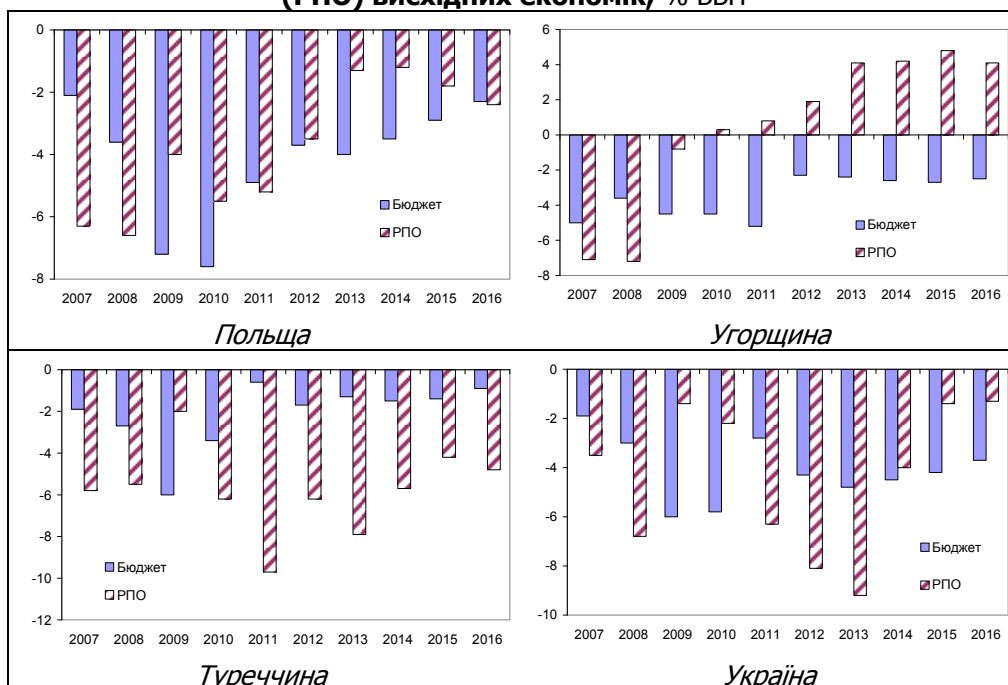
Зауважимо, в Японії зменшення дисбалансів (менший бюджетний дефіцит і менший торговельний надлишок) значною мірою були зумовлені необхідністю прискореного відновлення інфраструктури і виробничих потужностей, які зазнали значних втрат під час великого землетрусу і цунамі навесні 2011р. Це призвело до зменшення експорту і збільшення імпорту, а також посилення фіскальної консолідації (зменшення бюджетного дефіциту).

³⁰ IMF World Economic Outlook, IMF Fiscal Monitor 2015. – <http://www.imf.org/>.

Сальдо консолідованого бюджету та рахунку поточних операцій (РПО) найбільших розвинутих економік, % ВВП



Сальдо консолідованого бюджету та рахунку поточних операцій (РПО) висхідних економік, % ВВП



Для європейських розвинутих країн в посткризовий період зменшення бюджетних дефіцитів було зумовлене необхідністю фіскальної консолідації в умовах посилення боргових кризових суперечностей в зоні євро. Боргові проблеми мали свій відбиток і в частині валютної динаміки – поступового послаблення євро на міжнародних фінансових ринках. Таке послаблення підтримало експортний потенціал, що покращило платіжний баланс. Оскільки **боргові проблеми в євроні залишаються масштабними, слід очікувати й подальшого послаблення євро**, а з тим – утримання позитивного сальдо рахунку поточних операцій.

Для висхідних європейських країн, хоча в посткризовий період відбулося зменшення їх бюджетних та зовнішньоекономічних дисбалансів, проте в більшості випадків все ж спостерігався подвійний дефіцит (діаграма «Сальдо консолідованого бюджету та рахунку поточних операцій висхідних економік»³¹).

Зауважимо, що **важливою рисою антикризових заходів європейських висхідних країн, що знаходяться поза зоною євро**, стало активне використання **політики корегування валютного курсу** (як складова антикризової політики). Так, польський злотий подешевшав відносно євро з 4,11 наприкінці 2008р. до 4,42 наприкінці 2011р., угорський форинт – з 265 до 311 упродовж того ж періоду. Девальвації також була піддана турецька ліра – із значення курсу 1,83 (до «прив'язаного» кошика долар-євро) до 2,18. Це також дало можливість країнам, забезпечивши певний захист національної економіки, впроваджувати структурні зміни, в т.ч. спрямовані на посилення конкурентоспроможності³².

Важливим є також досвід вирівнювання дисбалансів, який демонструють країни Балтії, зокрема Латвія та Литва (врізка «Обмеження дисбалансів країн Балтії»).

ОБМЕЖЕННЯ ДИСБАЛАНСІВ КРАЇН БАЛТІЇ

Латвія і Литва, так само, як і Україна, найбільше постраждали від глобальної кризи 2008-2009рр. Дефіцит державних фінансів у 2009-2011рр. в кожній сягав 8-10% ВВП, що перевищувало відповідний показник України (діаграма «Сальдо державних фінансів»). Однак, активні антикризові заходи

³¹ IMF World Economic Outlook, IMF Fiscal Monitor 2015. – <http://www.imf.org/>.

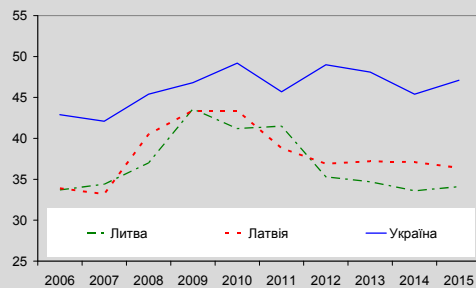
³² Позитивний антикризовий ефект може мати не лише девальвація (зниження курсу) національної валюти. Для зменшення дисбалансів може використовуватися і жорстка прив'язка до провідної міжнародної валюти. Так, Болгарія та Естонія завдяки використанню механізмів «валютної ради» (*Currency Board*) змогли забезпечити строгу фіскальну політику і утримати низькі дефіцити державних фінансів (упродовж 2008-2009рр. дефіцити консолідованих бюджетів в обох країнах не перевищували 2,3% ВВП), а з тим – не допустити поширення кризових процесів у національній економіці. – Див., зокрема: Nenovsky N., Marinova T. Sovereign Debt During the Crisis: Comparative Analysis Between Eastern and Southern Countries. – <https://www.u-picardie.fr/eastwest/fichiers/art194.pdf>.

дозволили вже у 2012-2013рр. знизити дефіцит до «маастрихтського» рівня 3% ВВП, що вдалося здійснити завдяки різкому зменшенню державних видатків у структурі економіки (діаграма «Державні видатки»). Також країнам вдалося суттєво знизити зовнішньоторговельні дисбаланси (діаграми «Сальдо ... Латвії», «Сальдо ... Литви»).

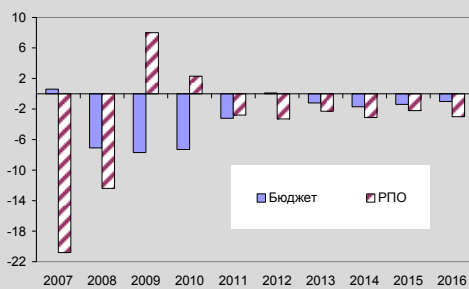
Сальдо державних фінансів, % ВВП



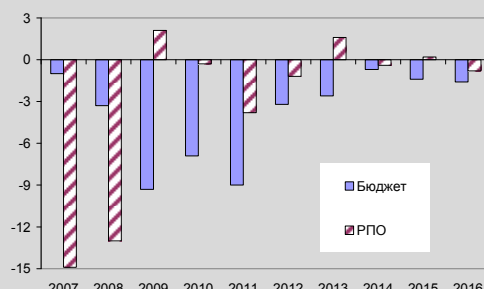
Державні видатки, % ВВП



Сальдо консолідованого бюджету та рахунку поточних операцій Латвії, % ВВП



Сальдо консолідованого бюджету та рахунку поточних операцій Литви, % ВВП



Це, водночас, дозволило стабілізувати і боргову ситуацію. Якщо в докризовий період валовий державний борг Латвії був менше 10%, а Литви менше 18% ВВП (на рівні України), то в 2010-2012рр. сягнув 37-40% ВВП (так само в указаний період зріс і державний борг України). Проте в наступні роки, завдяки раціональній політиці і вказаному збалансуванню, держборг Латвії та Литви стабілізувався на рівні 37-38% ВВП і має слабку тенденцію до зниження, в той час як держборг України в 2014р. перевищив 70% ВВП (оцінка для 2015р. – понад 90% ВВП).

Зауважимо, вагомою складовою зменшення фіскальних і боргових ризиків у країнах, яким вдалося обмежити кризові прояви, стало посилення заощаджень (а з тим – і покращення балансу заощаджень-інвестицій). Так, з розглянутих країн, Латвія, Польща і навіть (для порівняння) США (яким «дорікали за «надмірне» споживання, яке нібито стало чинником глобальних дисбалансів) утримали і навіть підвищити рівень заощаджень в національній

економіці (в т.ч. шляхом стримування попиту) (таблиця «Рівень заощаджень окремих країн»³³).

**Рівень заощаджень окремих країн,
% ВВП**

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|---------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Латвія | 18 | 21 | 29 | 23 | 22 | 24 | 23 |
| Польща | 20 | 18 | 17 | 16 | 18 | 18 | 18 |
| США | 17 | 16 | 14 | 15 | 16 | 18 | 18 |
| Україна | 22 | 21 | 16 | 17 | 16 | 13 | 7 |

Україна ж, навпаки, дедалі більше споживала, що лише посилювало дисбаланси. Навіть у відносно «успішних» для країни 2012-2013рр., вона не спромоглася (значною мірою з політичних мотивів) на акумуляцію внутрішніх ресурсів, що посилювало фіскальні і боргові ризики.

Досвід зазначених країн істотно відрізняється від досвіду **України**, яка після валютного обвалу 2008-2009рр. так і **не спромоглася реалізувати політику структурних змін**, залишалася зорієнтованою на хибну енерговитратну, низькотехнологічну і напівсировинну експортну модель. Тому й потенціал сприяння експорту від обвалу гривні (із значення курсу 5 грн. до 8 грн. за один долар) швидко вичерпався, що поновило стрімке погіршення зовнішньоторговельного сальдо.

Таким чином, можна зробити наступне **узагальнення**. Стрімка фіскальна експансія кризового періоду вказує на те, що навіть за відновлення темпів економічного зростання для скорочення розриву між доходами та витратами **вимагатимуться серйозні заходи стосовно бюджетної консолідації**³⁴. Однак, слід мати на увазі, що ставлення як до бюджетної консолідації загалом, так і до окремих напрямів дій є далеко не однозначним³⁵, оскільки в короткострокових аспектах вона може завдати країні додаткових збитків, пригальмувати економічну динаміку³⁶.

³³ World Bank Development Indicators. – <http://data.worldbank.org/indicator>.

³⁴ Див., зокрема: Кудрин А., Сергиенко О. Последствия кризиса и перспективы социально-экономического развития России. – Вопросы экономики, 2011, №3, с.4-19.

³⁵ Так, зокрема, розрізняють фіскальну консолідацію, що базована на зниженні видатків, а також консолідацію, базовану на підвищенні податків. Вважається, що консолідація на основі зменшення видатків є більш ефективною, порівняно із збільшенням податків, проте скорочення видатків для багатьох урядів може виявитися неприйнятним через політичні мотиви, зокрема в періоди проведення виборів.

³⁶ За оцінками, фіскальна консолідація обсягом 1% ВВП скорочує реальний внутрішній попит на 1% і ВВП на 0,5% протягом двох років. – Див.: Financial Market, <http://foreck.info/financial-markets/-daily-market/6336-2010-10-25-06-27-44.html>.

Окрім цього, слід мати на увазі, що фінансування державних видатків за рахунок запозичень далеко не завжди має негативні наслідки, а в багатьох випадках може навіть виступати у якості рекомендації для підвищення ефективності політики³⁷. Головним чином це зумовлено тим, що **запозичення дозволяють як отримати додаткові ресурси** для економічного стимулювання та уникнути небажаного підвищення податків (і, можливо, нейтралізувати «ефект витіснення» інвестицій), **так і оптимізувати структуру фінансового навантаження на державні фінанси**, в т.ч. шляхом розробки та затвердження стратегії та програми запозичень (насамперед, зовнішніх)³⁸. Звичайно, це є складною і важливою складовою фіскальної і боргової політики, яка має розроблятися з урахуванням усього комплексу структурних впливів коротко- та довгострокового характеру.

³⁷ Див., зокрема: Дмитриев В. Внешние заимствования государств: теоретический, практический и региональный аспекты. –

<http://www.cbr.ru/publ/MoneyAndCredit/Dmitriev.pdf>.

³⁸ Гриценко А. Государственный внешний долг и макроэкономическая динамика. – <http://cyberleninka.ru/article/n/gosudarstvennyy-vneshniy-dolg-i-makroekonomicheskaya-dinamika>.

3. Особливості формування боргової структури окремих економік

Завдання забезпечення стійкого довгострокового розвитку нерозривно пов'язані, в короткостроковому аспекті – з бюджетними дефіцитами і фіскальною збалансованістю, в довгостроковому – із борговою структурою та новими запозиченнями³⁹. Зрозуміло, відповідні завдання суттєво різняться для розвинутих і висхідних економік, враховуючи різну структуру їх заборгованості загалом та державної зокрема.

Зовнішні валові і чисті борги. Для розуміння умов платоспроможності країни вагому роль відіграє розподіл зовнішнього боргу між державним і приватним сектором. Звичайно, у більшості країн державний борг відділений від приватного. Більше того, банкрутство великого міжнародного банку *Lehman Brothers*⁴⁰ на початку розгортання глобальної кризи 2008-2009рр. започаткувало новий напрям у фінансовій сфері – «відмову» від державної підтримки слабких (хоча й великих) економічних агентів. Утім, ці зрушення переважно стосуються США та Великої Британії; континентальна ж Європа поки надає перевагу політиці підтримки банківських і боргових позицій окремих країн.

Світовий досвід демонструє те, що вагомість **зовнішніх запозичень** зростає в умовах обмеженості внутрішніх ресурсів (насамперед, нестачі внутрішніх заощаджень) або більш сприятливих умов отримання ресурсів на міжнародних ринках (нижчі, порівняно з внутрішніми, зовнішні процентні ставки), хоча при цьому позичальники наражаються на ризики, пов'язані із глобальними циклічними коливаннями, раптовими змінами вартісних показників стратегічно важливих фондових товарів, валютних курсів тощо.

Слід вказати, що самі по собі вартісні обсяги боргових навантажень не є домінуючими у визначенні оцінок ризиків для країн – більш вагомою є **структура боргу**⁴¹. Так, зокрема, зовнішній борг загального уряду США складає менше третини всього зовнішнього боргу, Польщі – близько 40%, Аргентини – понад 50% (таблиця «*Структура зовнішніх боргів окремих країн*»⁴²).

Суттєву роль відіграють і питання загального місця країни в структурі світової економіки. Тому, хоча сьогодні активно дискутується питання великого боргу США, проте цю проблему слід розглядати з урахуванням наявності значного

³⁹ Войтко С. Внешний долг стран евросоюза и Украины в координатах устойчивого развития. – Журнал Европейской экономики, 2014, Том 13 (№1), с.21-34.

⁴⁰ ... хоча свого часу практично ніхто з міжнародних експертів не передбачав можливості того, що влада США не зможе запобігти банкрутству банку, з огляду на його потужність і значимість у системі світових фінансів.

⁴¹ Quarterly External Debt Statistics. – <http://datatopics.worldbank.org/debt/qeds>.

⁴² Gross External Debt Position by Sector. – <http://databank.worldbank.org/data/>.

потенціалу країни щодо обслуговування боргу (США – світовий лідер у галузі високих технологій, здатний до нарощування виробництва з високим рівнем доданої вартості), ролі країни у **забезпеченні світової фінансової ліквідності** (борг США – база для зростання ліквідних активів зарубіжних країн) та ролі цінних паперів США для збереження коштів (резервних активів). За таких обставин завдання повернення боргових ресурсів для країни не виглядає нерозв'язним.

Структура зовнішніх боргів окремих країн,

\$ млрд. (2014р.)

| | <i>Загальний уряд</i> | <i>Центральний банк</i> | <i>Депозитні інститути (банки)</i> | <i>Інші сектори</i> | <i>Прямі інвестиції (внутр. фірмовий борг)</i> | <i>Разом</i> |
|-----------------|-----------------------|-------------------------|------------------------------------|---------------------|--|--------------|
| США | 6 223,5 | 563,5 | 3 019,6 | 6 062,1 | 1 389,4 | 17 258,1 |
| Велика Британія | 694,2 | 32,7 | 4 938,0 | 2 857,0 | 697,5 | 9 219,4 |
| Єврозона | 3 305,5 | 424,0 | 4 871,6 | 3 420,8 | 2 388,9 | 14 410,7 |
| Японія | 872,1 | 42,5 | 1 128,6 | 658,7 | 24,6 | 2 726,4 |
| Аргентина | 73,7 | 7,1 | 2,6 | 35,2 | 28,3 | 147,0 |
| Бразилія | 223,0 | 4,2 | 156,7 | 120,9 | 207,8 | 712,5 |
| Польща | 145,8 | 5,8 | 61,0 | 57,2 | 84,4 | 354,2 |
| Угорщина | 59,6 | 2,7 | 22,2 | 22,3 | 75,4 | 182,2 |
| Туреччина | 88,2 | 2,5 | 172,4 | 133,9 | 5,4 | 402,4 |
| Україна | 32,9 | 2,2 | 18,8 | 63,3 | 9,2 | 126,3 |

Особливістю розвитку світового господарства є те, що **процеси надання міжнародних кредитів** (позик) стають дедалі більше **взаємними**, коли одна й та сама країна (та її економічні агенти) в різний час і за різних обставин може виступати і як кредитор, і як боржник. Таким чином, країни можуть мати «зустрічні» борги одна перед одною, і для сучасного фінансового світу така «взаємність» є природною (таблиця «*Взаємні борги окремих розвинутих країн*»)⁴³.

⁴³ Джерело: How much EU debt can be written off through cross cancellation? – <http://www.cobdencentre.org/2011/05/>. Зауважимо, що боргова структура зазвичай має досить високу інерційність.

Звичайно, в такій ситуації виникає «спокуса» провести (віртуальні) «взаємозаліки» боргів. При цьому, слід пам'ятати, що в реальності не може йтися про суттєві «взаємозаліки» – борги сформовані різними економічними агентами і за різних умов, термінів погашення, процентних ставок тощо. Але такі умовні «взаємозаліки» боргів важливі в аспекті оцінки рівня **чистого боргового навантаження**, і вони загалом демонструють набагато «спокійнішу» боргову ситуацію (таблиця «*«Чисті» борги окремих розвинутих країн*»).

Взаємні борги окремих розвинутих країн,
€ млрд.

| | <i>США</i> | <i>Велика Британія</i> | <i>Німеччина</i> | <i>Японія</i> | <i>Італія</i> | <i>Іспанія</i> | <i>Франція</i> |
|------------|------------|------------------------|------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| США | | 830 | 413 | 831 | | 170 | 438 |
| В.Британія | 576 | | 377 | 122 | | 315 | 209 |
| Німеччина | 174 | 140 | | 106 | 202 | | 205 |
| Японія | 244 | 101 | 42 | | | | 107 |
| Італія | | 54 | 120 | 33 | | 29 | 307 |
| Іспанія | 49 | 75 | 131 | 20 | 22 | | 111 |
| Франція | 201 | 225 | 165 | 79 | 38 | | |

Стрілками позначена спрямованість зобов'язань (від боржника до кредитора).

«Чисті» борги окремих розвинутих країн,
€ млрд.

| | <i>США</i> | <i>Велика Британія</i> | <i>Німеччина</i> | <i>Японія</i> | <i>Італія</i> | <i>Іспанія</i> | <i>Франція</i> |
|------------|------------|------------------------|------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| США | | 254 | 239 | 587 | | 121 | 237 |
| В.Британія | | | 237 | 21 | | 240 | |
| Німеччина | | | | 64 | 82 | | 40 |
| Японія | | | | | | | 28 |
| Італія | | 54 | | 33 | | 7 | 269 |
| Іспанія | | | 131 | 20 | | | 111 |
| Франція | | 16 | | | | | |

Так, наприклад, Франція та Японія мають практично збалансовані боргові зобов'язання («чисті» борги Франції Великій Британії складають лише \$16 млрд., а Японії відносно Франції – \$28 млрд.). Німеччина і навіть Іспанія мають відносно невеликі «чисті» борги («чистий» борг Німеччини вчетверо менше валового боргу). Лише борги США і Великої Британії відрізняються своїм значним розміром. Проте потрібно пам'ятати, що значні борги США, як вже відзначалося, зумовлені, зокрема, привабливістю їх цінних паперів (зокрема, довгострокових облігацій), які в багатьох країнах використовуються у якості резервних активів. А борги Великої Британії мають переважно банківську природу і зумовлені високим рівнем включення банківської системи країни в міжнародні платіжні і валютні системи, в т.ч. за рахунок запозичених

ресурсів (нагадаємо, що Лондон є провідним глобальним валютним центром, де, значною мірою й визначаються вартості головних світових валют).

Тому для багатьох розвинутих країн високі валові борги не є свідченням обов'язкових негараздів, а обмеження чистих боргів при зростанні валових радше свідчить про посилення ролі таких країн у якості центрів фінансування міжнародних операцій (як, наприклад, Німеччина)⁴⁴.

Звичайно, певне занепокоєння викликають країни ЄС (насамперед, єврозони), де підвищені рівні боргів зумовлені дуже високими рівнями соціальних витрат, що фінансуються з бюджетів цих країн. Незважаючи на економічні ускладнення, **країни ЄС** намагаються максимально **підтримувати сформований рівень соціальних гарантій** і лише в критичних випадках йдуть на послаблення соціальних стандартів (дефолт 2015р. у Греції). Політика завищених соціальних витрат, які не підтримуються відповідною динамікою нарощування продуктивності економіки, має реальним наслідком **тенденцію до нарощування боргів**, що особливо небажано в умовах економічної депресії, яка останніми роками вразила окремі країни ЄС. Між тим, якщо країнам ЄС внаслідок реалізації їх стратегії структурних реформ і підвищення глобальної конкурентоспроможності все ж вдасться відновити стійку економічну динаміку і забезпечити економічне зростання, то й автоматично зможе бути вирішена боргова проблема. Адже вдасться законсервувати обсяг боргу відносно ВВП на певному сталому рівні і запобігти розгортанню крахових сценаріїв, про які часто йдеться при загостренні боргової проблематики⁴⁵.

Державний борг. У період, що передував глобальній кризі 2008-2009рр., державні борги країн, у т.ч. найбільших розвинутих, хоча й були значними, проте виглядали як такі, що не мають складнощів з фінансуванням. Проте сьогодні внаслідок кризи державний борг багатьох розвинутих країн наблизився до 100% їх ВВП, а в Японії взагалі в 2,5 рази перевищує ВВП країни (таблиця «*Обсяги державного боргу окремих країн*»⁴⁶).

Більше того, борги багатьох розвинутих країн (як в загальних обсягах, так і на душу населення) нині суттєво перевищують відповідні боргові показники висхідних країн. Тому не дивно, що в урядових програмах більшості розвинутих країн передбачається поступове зменшення рівня зовнішніх боргів

⁴⁴ Більше того, зазвичай борги розвинутих країн мають значно меншу вартість обслуговування (процентні ставки або прибутковість боргових інструментів), порівняно з вартістю обслуговування боргів країн, що розвиваються. В таких умовах розвинуті країни можуть мати додаткові вигоди саме від процентних доходів.

⁴⁵ Невозможність виплатити зовнішній долг веде ЄС к банкрутству и войне. – <http://svpressa.ru/economy/article/105164/>.

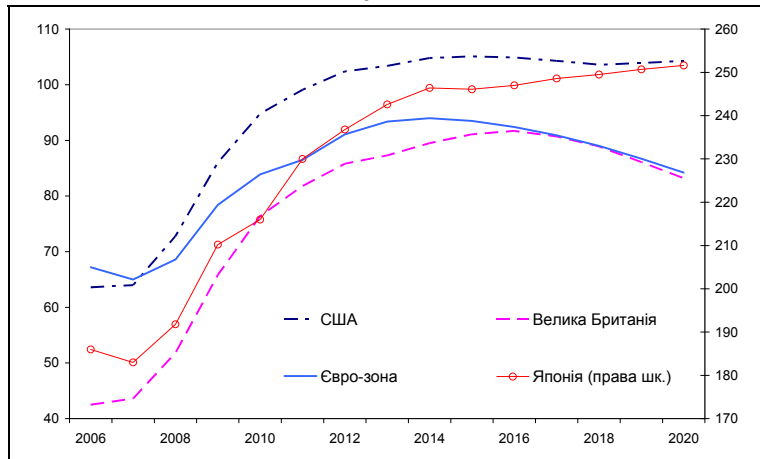
⁴⁶ Most Government Debt per Person: Countries. – <http://www.bloomberg.com/visual-data/best-and-worst/most-government-debt-per-person-countries>.

у структурі ВВП (діаграма «Валовий державний борг найбільших економік у структурі ВВП»⁴⁷, врізка «Динаміка боргів розвинутих європейських країн»).

**Обсяги державного боргу окремих країн,
2014р.**

| | <i>Борг на душу населення, \$</i> | <i>ВВП, \$ млрд.</i> | <i>Валовий державний борг, % ВВП</i> |
|-----------------|-----------------------------------|----------------------|--------------------------------------|
| Японія | 99 725 | 5 228,5 | 242,3 |
| США | 58 604 | 17 437,9 | 107,3 |
| Італія | 46 757 | 2 148 | 133,1 |
| Франція | 42 397 | 2 862,5 | 94,8 |
| Велика Британія | 38 938 | 2 627,4 | 95,3 |
| Греція | 38 444 | 248,2 | 174,0 |
| Німеччина | 35 881 | 3 747,1 | 78,1 |
| Іспанія | 30 031 | 1 394,4 | 99,1 |
| Угорщина | 11 099 | 137,2 | 80,0 |
| Словаччина | 10 894 | 102,5 | 57,5 |
| Бразилія | 7 431 | 2 169,8 | 69,0 |
| Аргентина | 5 444 | 497,2 | 45,9 |
| Туреччина | 3 840 | 851,4 | 34,9 |
| Китай | 1 489 | 9 761,2 | 20,9 |
| Індія | 946 | 1 750,0 | 68,1 |

**Валовий державний борг найбільших економік у структурі ВВП,
% ВВП**



⁴⁷ IMF Fiscal Monitor, April 2015. – <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2015/01/>.

ДИНАМІКА БОРГІВ РОЗВИНУТИХ ЄВРОПЕЙСЬКИХ КРАЇН

Глобальна криза 2008-2009рр. виявила чи не найбільший вплив на боргові позиції розвинутих європейських країн, більшість яких у докризовий період розглядалися як достатньо збалансовані. Країни ЄС мали різну боргову динаміку, однак загалом, зростання частки державних боргів у структурі ВВП в більшості країн перевищило десятки п.п., а в деяких досить успішних (в докризовий період) країнах таке зростання взагалі мало шоковий характер (таблиця «Державний борг окремих європейських країн»⁴⁸).

Державний борг окремих європейських країн, % ВВП

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | Перевищення, 2010р. до 2007р., п.п. |
|------------|-------|-------|-------|-------|---|
| Ірландія | 24,8 | 44,2 | 65,2 | 92,5 | 67,7 |
| Ісландія | 29,1 | 70,3 | 88,2 | 92,8 | 63,7 |
| Іспанія | 36,3 | 40,2 | 53,9 | 61,2 | 24,9 |
| Італія | 103,1 | 105,8 | 116,1 | 118,7 | 15,6 |
| Німеччина | 65,2 | 66,7 | 74,4 | 83,2 | 18,0 |
| Португалія | 68,3 | 71,6 | 83,1 | 93,4 | 25,1 |
| Фінляндія | 35,2 | 33,9 | 43,5 | 48,4 | 13,2 |
| Франція | 64,2 | 68,3 | 79,0 | 82,4 | 18,2 |

Характерно, що **стрімке зростання боргу** в ряді країн було зумовлене **не лише антикризовими фіскальними потребами**, а й значними обсягами коштів, які уряди спрямовували в **банківську систему для недопущення її краху**. Тобто, за поглиблення боргових ускладнень у посткризовий період відбувалось перекладання боргових зобов'язань окремих (найбільших) банківських і корпоративних структур на державу. Звичайно, з формальної точки зору, держава не була зобов'язана перекладати на себе такі зобов'язання. Проте робила це з політичних міркувань, оскільки існували високі ризики суттєвого погіршення функціонування всього економічного і фінансового середовища країни⁴⁹.

Особливої уваги заслуговує боргова позиція Японії. Хоча ця країна має, здавалося б, критично великий державний борг (майже 250% ВВП 2014р.), проте ризики суверенного боргу все ж не визначаються як критичні. Справа у тому, що **державний борг країни переважно зосереджений у національних інвесторів**, і навіть більше – у тому ж державному секторі країни. Для Японії є характерним існування різноманітних державних агентств, спрямованих на виконання тих чи інших функціональних завдань держави.

⁴⁸ IMF Fiscal Monitor 2015. – <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2015/01/fmindex.htm>.

⁴⁹ Хейфец Б. Глобальний долговий кризис и риски долговой политики России. – http://www.inecon.org/docs/Kheifets_paper.pdf.

Тому й кредитні відносини чи питання рефінансування окремих державних економічних агентів не створюють реальних проблем для державних фінансів країни. До того ж, в Японії вже упродовж двох десятиліть утримуються практично нульові (а в окремі періоди навіть негативні) процентні ставки на боргові ресурси, тобто питання обслуговування боргів взагалі не постає.

Що ж стосується висхідних європейських економік, то, як і у випадку з державними фінансами, їх боргові позиції виглядають загалом більш виваженими⁵⁰. За розгортання кризи та за відсутності стійких внутрішніх фінансових джерел ці країни намагалися вийти на ринки зовнішніх запозичень, але зіткнулися із значними перешкодами в умовах недовіри міжнародних кредиторів до платоспроможності висхідних країн. Наслідком цієї недовіри стало підвищення вартості (процентів) нових запозичень, що не могло не обмежувати наміри нарощування боргів.

Однак, слід зазначити, що динаміка державних боргів була безпосередньо пов'язана з певним рівнем бюджетного дефіциту, а також з тим, що було в основі утворення відповідних бюджетних дефіцитів: політика розвитку (зокрема, інфраструктурного) чи фінансування споживання через відповідні дотації і субвенції. Політика зовнішніх запозичень виявила себе більш реалістичною саме в тих висхідних країнах, де розуміли, що **лише стійке економічне зростання дозволяє країні акумулювати належні ресурси** як для збалансованого розвитку, так і забезпечення платоспроможності, особливо в умовах поширення глобальних кризових процесів.⁵¹ У той час як країни зі жорсткою бюджетною і монетарною політикою убереглися від руйнівних зовнішніх шоків, що продукувала глобальна криза, багато висхідних країн залишались «заручниками» зорієнтованості на зовнішні ресурси – **і чим глибшим було кризове падіння, тим більшою була зорієнтованість на боргові залучення**. Успішні ж європейські висхідні країни при цьому уникали оманливої спокуси нарощування зовнішніх боргів, ціна обслуговування яких зростала (діаграма «*Валовий державний борг висхідних країн*»⁵²).

На жаль, іншим шляхом пішла Україна, яка «обрала» для себе дивну «**боргозалежну модель**», **орієнтовану на споживання**. «Завдяки» такій орієнтації, Україна стала «лідером» серед європейських країн не лише за глибиною економічного падіння, але й за нарощуванням боргів, коли лише за два роки консолідований державний борг країни зріс з 20% ВВП (станом на кінець 2008р.) до 40% ВВП (на кінець 2010р.). Тобто Україна, замість пошуку внутрішніх економічних джерел, пов'язаних із стимулюванням розвитку

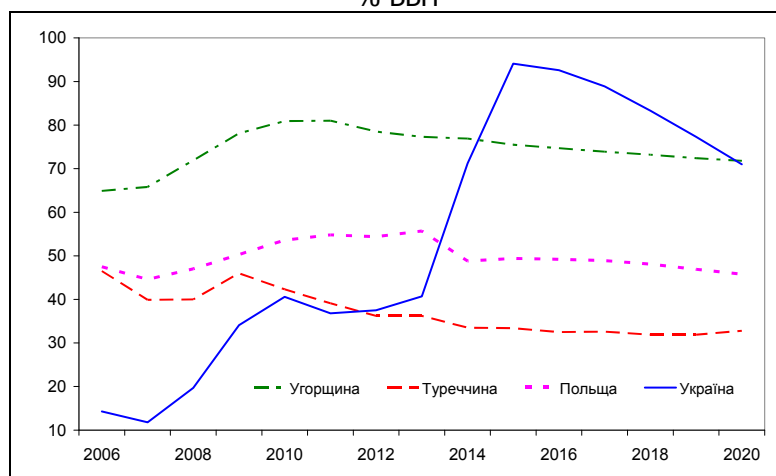
⁵⁰ Україна виглядає на цьому тлі певним винятком, адже «веде себе» подібно розвинутим країнам: має високий рівень державних видатків і допускає стрімке нарощування загального і державного боргу в кризовий період.

⁵¹ Див., зокрема: Rae G. The debt crisis in Poland and its impact on society. – http://cadtm.org/IMG/pdf/public_debt-2.pdf.

⁵² IMF Fiscal Monitor. – <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2015/01/fmindex.htm>.

підприємництва та інновацій, які б сприяли зростанню конкурентоспроможності, надавала перевагу борговим коштам для поточного латання дірок і розривів в своїй макроекономічній структурі, не маючи жодної стратегії розвитку на основі ефективного використання зовнішніх ресурсів (про що докладніше далі). Як наслідок, якщо висхідним європейським країнам загалом вдалося приборкати боргові проблеми, то Україна й надалі заглиблювалась в боргове провалля.

**Валовий державний борг висхідних країн,
% ВВП**

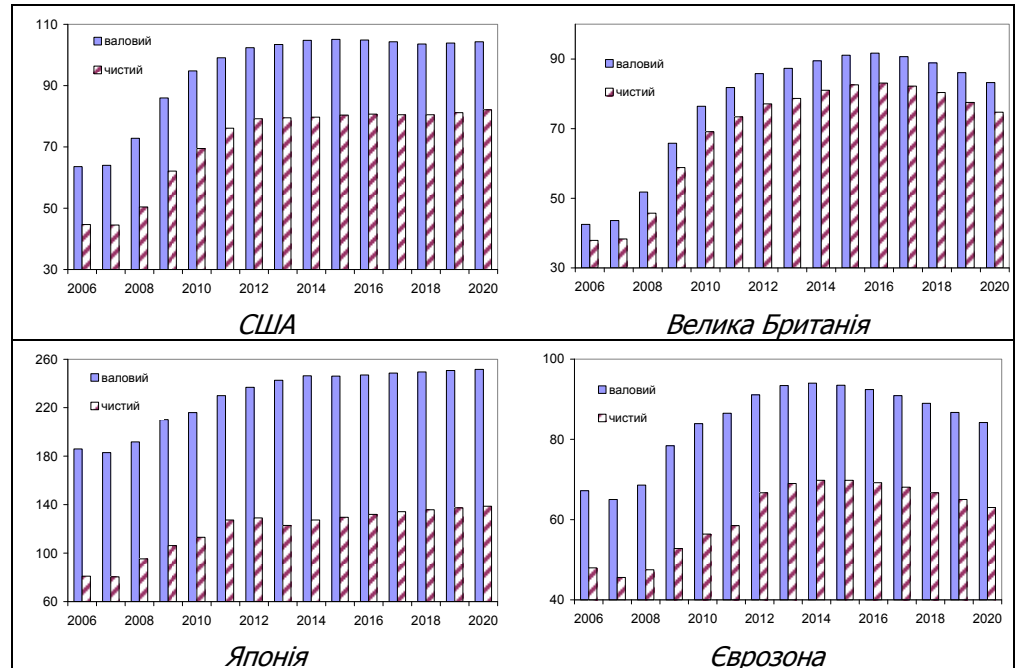


Як вже зазначалося, в політиці зовнішніх запозичень і регулювання рівня заборгованості слід виходити не стільки з того чи іншого рівня валового, скільки з рівня чистого боргу. Останній може суттєво відрізнятись від валового (діаграма «Валовий і чистий державний борг найбільших розвинутих економік»⁵³).

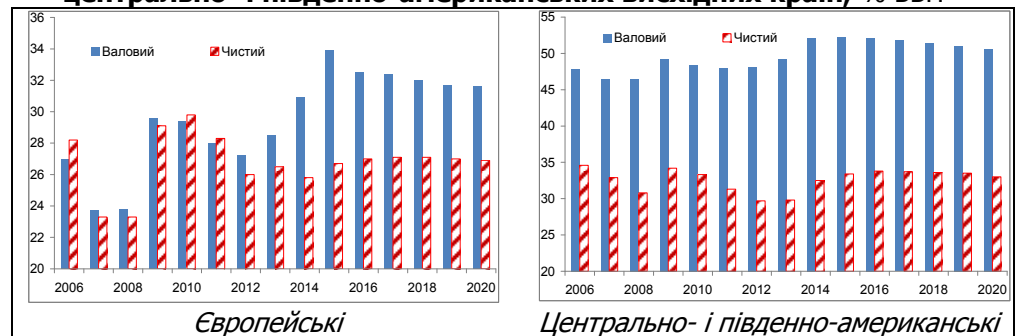
Для висхідних європейських країн співвідношення валової і чистої заборгованості суттєво відрізняється від тієї, що ми спостерігаємо у більшості розвинених країн. Так, упродовж двох останніх десятиліть висхідні європейські країни були переважно позичальниками і були слабо включені у світові ринки боргових інструментів. Тому до 2011-2012рр. валовий і чистий борг в цих країнах практично співпадав. Проте останніми роками (і ця тенденція продовжуватиметься) висхідні європейські країни дедалі «сміливіше» виступають у якості кредиторів, тому й чисті боргові позиції суттєво відрізняються від валових боргових позицій, причому в цьому аспекті вони стають більш схожими на висхідні країни з американського континенту (діаграма «Валовий і чистий державний борг європейських та центрально- і південно-американських висхідних країн»).

⁵³ IMF Fiscal Monitor. – <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2015/01/fmindex.htm>.

Валовий і чистий державний борг найбільших розвинутих економік, % ВВП



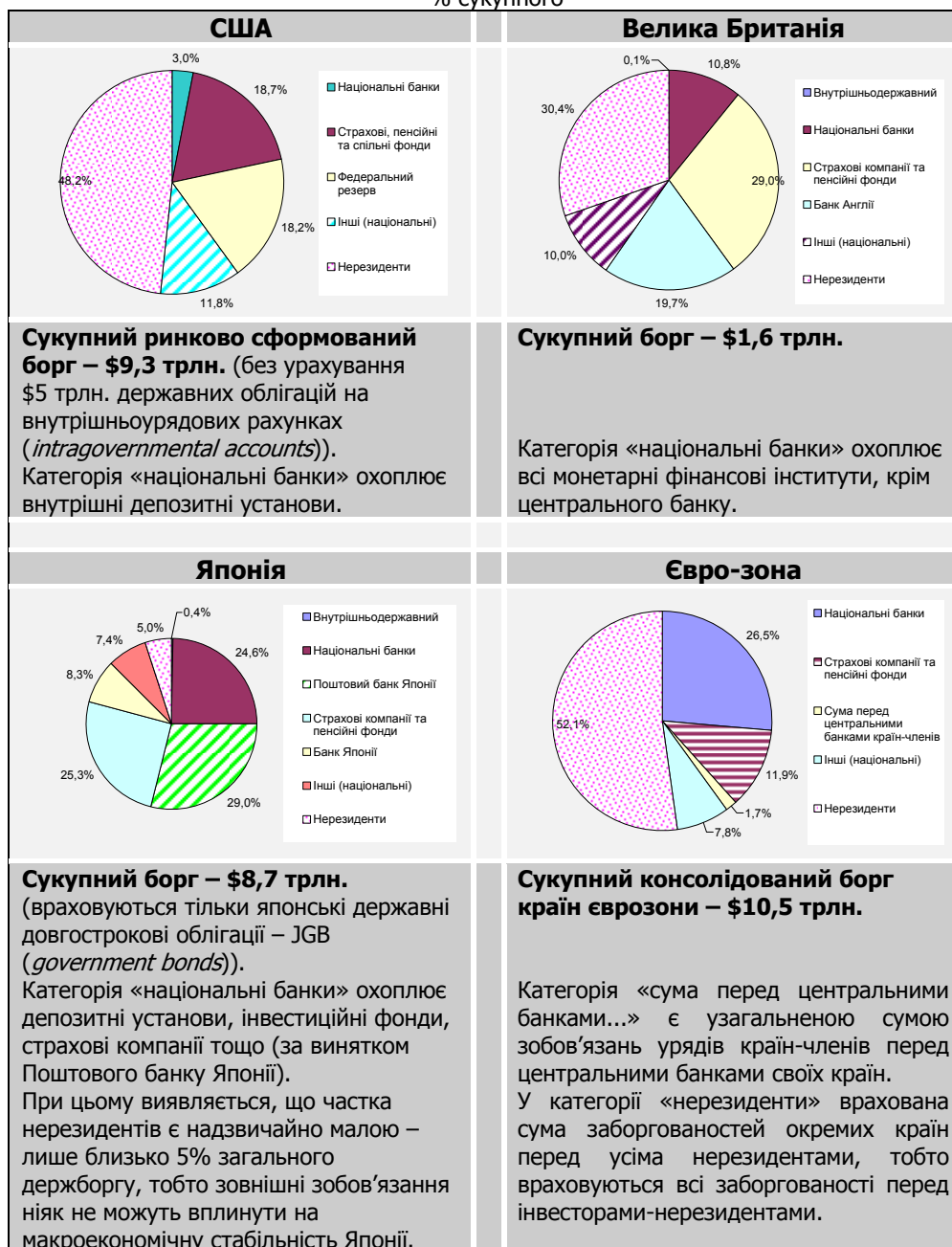
Валовий і чистий державний борг європейських та центрально- і південно-американських висхідних країн, % ВВП



Аналіз рівнів державних боргів повинен **враховувати** не лише їх номінальну та відносну (відносно ВВП, обсягів експорту товарів та послуг) оцінку, але й **структуру цих боргів**. Адже вона прямо впливає на рівень стійкості країни. Детальніший огляд структури боргів провідних економік світу (діаграми «*Структура державних боргів...*»⁵⁴) дозволяє зробити деякі важливі висновки.

⁵⁴ Хоча наведена структура найбільших розвинутих економік стосується 2010р. (останні доступні консолідовані дані – див. *Economic Report of the President 2010* – <https://www.whitehouse.gov/>), проте вона може вважатися цілком актуальною й для

**Структура державних (суверенних) боргів найбільших світових економік,
% сукупного**



теперішнього часу, адже для цих структурних параметрів характерною є достатньо висока інерційність. Тому, хоча абсолютні боргові показники змінились, проте структурний розподіл, напевно, не зазнав суттєвих змін.

Так, консолідований державний борг США у 2010р. перевищував \$14 трлн., тобто відповідав рівню ВВП країни. Однак, понад третина – \$5 трлн. – це внутрішньоурядові борги, що взагалі характерно для державних фінансів найкрупніших розвинутих країн (зокрема, борг Федерального бюджету бюджетам штатів, які, своєю чергою, мають борги перед центром; або ж заборгованості між різними державними інститутами). Тобто, по суті, суверенний борг США становив «лише» \$9,3 трлн. При цьому, значна частка держборгу належала центральному банку країни – Федеральній резервній системі (18,2% загального), а також різним страховим, пенсійним, спільним фондам (18,7%). Тому лише близько \$4,6 трлн. боргу (що складає приблизно 30% ВВП США) припадає на нерезидентів, що, фактично, тільки й може належати до ризикової категорії, але навряд чи може трактуватися як нездоланна проблема для своєчасного й повного обслуговування та погашення. Тим більше що їх повне погашення могло б, з одного боку, істотно знизити міжнародну ліквідність, з іншого – істотно загострити проблеми світової економіки в цілому і країн-кредиторів зокрема.

Структурний розподіл боргів Великої Британії є досить подібним до американського, і зобов'язання перед нерезидентами також складають менше третини. У структурі ж державного боргу Японії частка нерезидентів взагалі є символічною (5% загального).

Звернемо увагу на окремі особливості боргів єврозони. Хоча обсяги суверенних боргів у країнах єврозони є значними, однак у них враховуються також і взаємні заборгованості та зобов'язання країн-членів єврозони. Беручи до уваги, що економічні зв'язки й торговельні потоки значною мірою сконцентровані «всередині» єврозони, можна припускати, що **дійсно зовнішні** суверенні зобов'язання (оціночно) складають \$1,5-2,0 трлн. (тобто до 20% ВВП єврозони), що, зрозуміло, не становить критичних ризиків для фінансової стабільності ЄС.

Таким чином, **жодна з найкрупніших розвинутих економік не має високих ризиків суверенного дефолту**. Більше того, є ще одна **особливість боргової структури** зазначених економік, яка **мінімізує дефолтні ризики** (якщо вони раптом виникнуть).

Однією з найважливіших особливостей боргової структури найбільших економік – США, Великої Британії, Японії та Єврозони – є те, що **їх «національні» валюти** (долар, фунт, йєна та євро) є **одночасно визнаними світовими валютами**, на які існує глобальний цілком стійкий попит. І, відповідно, борги економічних суб'єктів – як резидентів, так і нерезидентів – також сформовані переважно у національній валюті (так, понад 80% зовнішніх боргів США – доларові, а зовнішні борги Японії практично повністю є йєновими). Тому зазначені країни і єврозона, **практично, ніколи за нинішніх інституційних умов не зможуть виявитися неплатоспроможними** або банкрутами (центральні банки за гострої потреби зможуть забезпечити покриття всіх суверенних боргів).

Окрім цього, для більш чіткого розуміння боргової ситуації найбільших розвинутих країн доцільно розширити поле аналізу і звернутись до загальної структури їх активів і пасивів, або т.зв. **міжнародної інвестиційної позиції**⁵⁵. Це якраз і зумовлено тим, що вказані розвинуті країни мають, як вказувалось, не лише значні боргові зобов'язання, але й самі є кредиторами глобального рівня, активно включені в різноманітні потоки фінансових та інвестиційних капіталів тощо.

Так, зокрема для США характерним є (таблиця «*Міжнародна інвестиційна позиція США*»⁵⁶):

- чиста міжнародна інвестиційна позиція США у перший посткризовий рік – 2010р. – хоча й була дефіцитною – (мінус) \$2,5 трлн., проте, з огляду на величину економіки, залишалася відносно незначною (17-18% ВВП);
- структура активів США є більш «продуктивною» (суттєве перевищення обсягів вивезених ПІІ над ввезеними – приблизно на \$2,5 трлн.). Прибутковість ПІІ у висхідних ринках зазвичай є вищою, ніж у розвинутих країнах. Водночас, значні іноземні вкладення здійснені в державні боргові інструменти (які у США є високонадійними та низькоприбутковими).

Міжнародна інвестиційна позиція США,
\$ трлн.

| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Чиста міжнародна інвестиційна позиція | -1,9 | -2,2 | -1,8 | -3,3 | -2,3 | -2,5 | -4,0 |
| <i>Активи США за кордоном</i> | <i>12,0</i> | <i>14,4</i> | <i>18,4</i> | <i>19,5</i> | <i>18,5</i> | <i>20,3</i> | <i>21,1</i> |
| <i>у т.ч.</i> | | | | | | | |
| Приватних інвесторів | 10,5 | 12,9 | 15,5 | 12,4 | 14,5 | 16,1 | 15,7 |
| Цінні папери | 4,3 | 5,6 | 6,8 | 4,0 | 5,6 | 6,3 | 5,9 |
| <i>Активи іноземців у США</i> | <i>13,9</i> | <i>16,6</i> | <i>20,2</i> | <i>22,7</i> | <i>20,8</i> | <i>22,8</i> | <i>25,2</i> |
| <i>у т.ч.</i> | | | | | | | |
| Офіційні активи | 2,3 | 2,8 | 3,4 | 3,9 | 4,4 | 4,9 | 5,3 |
| Державні цінні папери | 1,7 | 2,2 | 2,5 | 3,3 | 3,6 | 4,0 | 4,3 |
| | | | | | | | |
| Прямі інвестиції США за кордоном | 3,6 | 4,5 | 5,3 | 3,1 | 4,3 | 4,8 | 4,5 |
| Прямі інвестиції іноземців в США | 2,8 | 3,3 | 3,6 | 2,5 | 3,0 | 3,4 | 3,5 |

⁵⁵ ... що є різницею між накопиченими інвестиційними, кредитними та іншими ресурсами країною за кордоном та іноземними ресурсами в аналізованій країні.

⁵⁶ Economic Report of the President 2013. – <https://www.whitehouse.gov/administration/>.

Подібним чином, інші найкрупніші економіки, хоча й мають великі борги, проте їх міжнародна інвестиційна позиція є значною мірою збалансованою (таблиці «Міжнародна інвестиційна позиція Великої Британії»⁵⁷, «Міжнародна інвестиційна позиція Японії»⁵⁸). Так, для Великої Британії характерними є близькі показники припливу та відпливу прямих та портфельних інвестицій, а чиста міжнародна інвестиційна позиція є ледь не на два порядки меншою, ніж обсяг активів та пасивів.

Міжнародна інвестиційна позиція Великої Британії,

£ трлн.

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|--|------|------|------|------|------|------|------|
| Чиста міжнародна інвестиційна позиція | -0,2 | -0,2 | 0,1 | -0,2 | -0,1 | -0,1 | -0,2 |
| <i>Активи Великої Британії за кордоном, у т.ч.</i> | 6,3 | 8,0 | 11,3 | 8,8 | 10,2 | 11,2 | 10,6 |
| Прямі інвестиції за кордон | 1,0 | 1,1 | 1,4 | 1,2 | 1,3 | 1,3 | 1,4 |
| Портфельні інвестиції за кордон | 1,6 | 1,7 | 17,0 | 1,9 | 2,1 | 2,1 | 2,4 |
| <i>Активи іноземців у Великій Британії, у т.ч.</i> | 6,5 | 8,1 | 11,2 | 9,0 | 10,3 | 11,3 | 10,8 |
| Прямі інвестиції з-за кордону | 0,8 | 0,8 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,2 |
| Портфельні інвестиції | 1,7 | 2,0 | 2,0 | 2,4 | 2,6 | 2,5 | 2,5 |

Міжнародна інвестиційна позиція Японії,

¥ трлн.

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|--|------|------|------|------|------|------|------|
| Чиста міжнародна інвестиційна позиція | 125 | 133 | 85 | 133 | 179 | 175 | 173 |
| <i>Активи Японії за кордоном, у т.ч.</i> | 559 | 611 | 520 | 556 | 561 | 583 | 659 |
| Прямі інвестиції за кордон | 54 | 62 | 63 | 69 | 69 | 76 | 91 |
| Портфельні інвестиції | 279 | 288 | 216 | 262 | 269 | 263 | 308 |
| <i>Активи іноземців у Японії, в т.ч.</i> | 344 | 361 | 294 | 288 | 306 | 317 | 360 |
| Прямі інвестиції з-за кордону | 13 | 16 | 19 | 20 | 19 | 19 | 19 |
| Портфельні інвестиції | 210 | 221 | 140 | 142 | 152 | 157 | 181 |

⁵⁷ The UK International Investment Position. – <http://www.bankofengland.co.uk/publications/>.

⁵⁸ International Investment Position. – http://www.mof.go.jp/english/international_policy/reference/iip/.

Зауважимо, Японія упродовж останніх десятиліть належить до найкрупніших світових кредиторів, її чиста міжнародна позиція є трохи меншою, ніж \$1 трлн. Країна також посідає друге місце за величиною міжнародних резервів (понад \$1 трлн.)⁵⁹.

Таким чином, загалом наявна на сьогодні **боргова структура найбільших розвинутих економік** світу не містить критичних чи дефолтних ознак, а тому й самі **боргові ризики для таких країн не повинні перебільшуватися**, хоча в сучасних умовах загальної нестабільності світового господарства і наявності великих мас вільного капіталу, що має схильність до вільного транскордонного переміщення у пошуку прибутку, – **не повинні й ігноруватися**.

Окремі особливості утворення та динаміки зовнішнього боргу висхідних країн. При формуванні зовнішньоборгової політики країна має адекватно визначати як обсяги, так і структуру запозичень, а також вартість їх обслуговування та потенційно доступні джерела фінансування зобов'язань. При цьому, обсяг залучення зовнішніх позик має визначатися, *по-перше*, тим, скільки іноземного капіталу країна **може ефективно поглинути**, *по-друге*, тим, який обсяг боргу вона **може обслуговувати** без ризику виникнення проблем із зовнішніми платежами.

Як зазначалося вище, в **період економічного спаду звернення до зовнішніх джерел є бажаним**, оскільки не вилучає, а додає ресурси для стабілізації і відновлення економіки, що може приборкати скорочення сукупного попиту чи підвищити сукупні видатки⁶⁰. І ефективне використання запозичених ресурсів для фінансування інвестицій (тим самим – нейтралізації ефекту витіснення) дає можливість впроваджувати структурні зміни, а з тим і стійке зростання в країні. Навпаки, нераціональність використання зовнішніх ресурсів створює такі боргові зобов'язання країни, які в майбутньому суттєво обмежують можливості держави з проведення економічної політики.

Тому визнається⁶¹, що довгострокова мета управління зовнішнім боргом полягає в утриманні зростання зовнішніх зобов'язань країни у межах її спроможності обслуговувати борг. Короткострокова мета управління зовнішнім боргом – регулювання обсягів зовнішніх запозичень таким чином, щоб сукупний попит відповідав стану внутрішніх та зовнішніх рахунків країни.

⁵⁹ Хейфец Б. Глобальный долговой кризис и риски долговой политики России. – http://www.inecon.org/docs/Kheifets_paper.pdf.

⁶⁰ Флейчук М., Андрусив Р. Влияние внешних заимствований на социально-экономическое развитие посттрансформационных стран. – http://www.irbis-nbuv.gov.ua/cgi-bin/irbis_nbuv/.

⁶¹ Див., зокрема: С.Будаговська та ін. Мікроекономіка. Макроекономіка. – К.: Основи, 1999. – 518с.

Реалізація цієї мети дозволяє забезпечити відповідність зовнішніх запозичень загальним цілям макроекономічної політики.

Важливою складовою політики управління зовнішнім боргом є використання показників заборгованості або індексів заборгованості, які вимірюють різні компоненти зовнішнього боргу⁶². До «стандартних» показників заборгованості належать:

- відношення розміру боргу (сплаченого або несплаченого) до експорту товарів і послуг та до ВВП;
- відношення загальної суми платежів з обслуговування боргу до експорту та державних доходів;
- коефіцієнт обслуговування боргу (співвідношення між сумою виплат по обслуговуванню боргу і обсягом експорту товарів та послуг) тощо.

Хоча не існує чітко визначених критеріїв «допустимості» тих чи інших співвідношень (крім маастрихтських вимог неперевикнення загальним боргом 60% ВВП), проте стрімке погіршення визначених співвідношень розглядається як свідчення посилення зовнішньоекономічних ризиків. Так, хоча при порівнянні співвідносні показники України не виглядають помітно гіршими, ніж у сусідніх висхідних країнах, проте характерною негативною рисою України є саме стрімке нарощування відносних індексів⁶³ (таблиця «*Зовнішній борг окремих висхідних країн*»⁶⁴).

Ще одним важливим індикатором економічної, фінансової і боргової позиції країни є **дохідність довгострокових державних облігацій**. Найкрупніші розвинуті країни з визнаною банківською та фінансовою системою мають низьку дохідність своїх цінних паперів (базовими, зазвичай виступають 10-річні державні облігації (бонди). Звичайно, у випадку фінансових ускладнень, інвестори в такі папери можуть вимагати більшої дохідності відповідно до оцінюваного зростання ризиків. Тому **коливання дохідності (yields)** є еквівалентом компенсації **фінансових ризиків** та слугують **чітким індикатором фінансової стійкості країни** (зростання дохідності однозначно сприймається як погіршення макроекономічної та фінансової стійкості країни), а з тим – і можливості ефективно залучити фінансові ресурси) як у коротко-, так і довгостроковій перспективі.

⁶² Водночас, слід мати на увазі, що загальна ефективність управління зовнішнім боргом значною мірою визначається не тільки власне фінансовою політикою, але й іншими видами економічної політики. Так, прибуток на інвестований капітал, а отже, й розмір зовнішніх запозичень, безпосередньо залежать від торговельної політики, політики валютних курсів, цінової політики, а також від загальної грошово-кредитної та бюджетно-податкової політики.

⁶³ Для України різке погіршення показників у 2014-2015рр. є додатковим свідченням глибокої кризи.

⁶⁴ Credit Suisse Emerging Market Quarterly, June 2015.

Зовнішній борг окремих висхідних країн
(на кінець року)

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015(п) |
|-----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|----------------|
| <i>Польща</i> | | | | | | | | |
| % ВВП | 47,7 | 61,3 | 66,1 | 66,4 | 72,0 | 70,1 | 70,2 | 90,8 |
| % експорту товарів і послуг (т+п) | 116,7 | 155,3 | 156,3 | 154,6 | 160,8 | 152,2 | 150,0 | 188,6 |
| <i>Угорщина</i> | | | | | | | | |
| % ВВП | 115,2 | 147,6 | 143,6 | 134,7 | 129,1 | 118,9 | 114,7 | 109,0 |
| % експорту (т+п) | 144,7 | 198,3 | 174,0 | 154,1 | 147,7 | 133,8 | 126,3 | 115,6 |
| <i>Туреччина</i> | | | | | | | | |
| % ВВП | 38,2 | 43,7 | 39,8 | 39,1 | 42,9 | 47,2 | 50,3 | 57,2 |
| % експорту (т+п) | 158,1 | 185,1 | 185,6 | 165,8 | 165,2 | 186,7 | 183,5 | 196,9 |
| <i>Україна</i> | | | | | | | | |
| % ВВП | 56,5 | 88,3 | 86,3 | 76,6 | 75,7 | 76,2 | 95,7 | 136,9 |
| % експорту (т+п) | 118,7 | 190,6 | 169,4 | 140,7 | 147,8 | 163,8 | 183,4 | 290,8 |

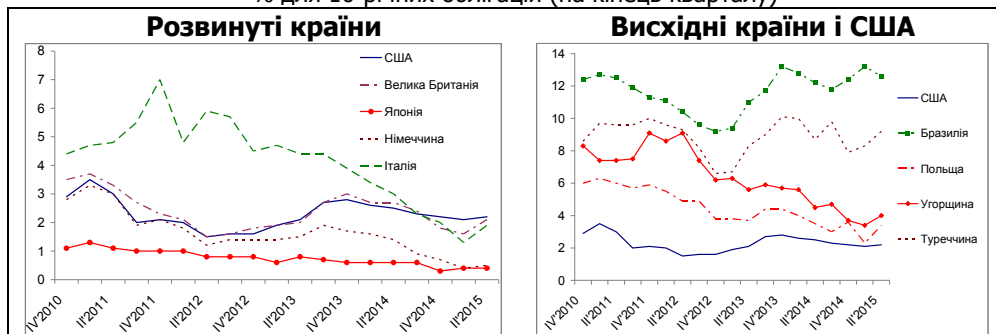
Хоча в посткризовий період розвинуті країни потребували, як вказувалось, значних ресурсів для фінансування власних бюджетів, проте завдяки раціональній політиці в цих країнах не виникало суттєвих проблем із залученням ресурсів (навіть Італії, яка «традиційно» має бюджетні ускладнення, останніми роками вдалося помітно знизити доходність державних цінних паперів). Висхідні ж країни не завжди були успішними, їхній посткризовий розвиток мав певні ускладнення, що негативно відбивалось на доходності їх цінних паперів (зокрема, Бразилія, Туреччина) (діаграми «Доходність довгострокових державних облігацій окремих країн»)⁶⁵.

Звичайно, дефіцити, а також обсяги сплат за борговими зобов'язаннями визначають загальні потреби фінансування, а з тим і потреби нових запозичень. І чим більшими є борги, тим найчастішими є більші потреби в додаткових запозиченнях (діаграма «Валовий державний борг і потреби запозичень»⁶⁶).

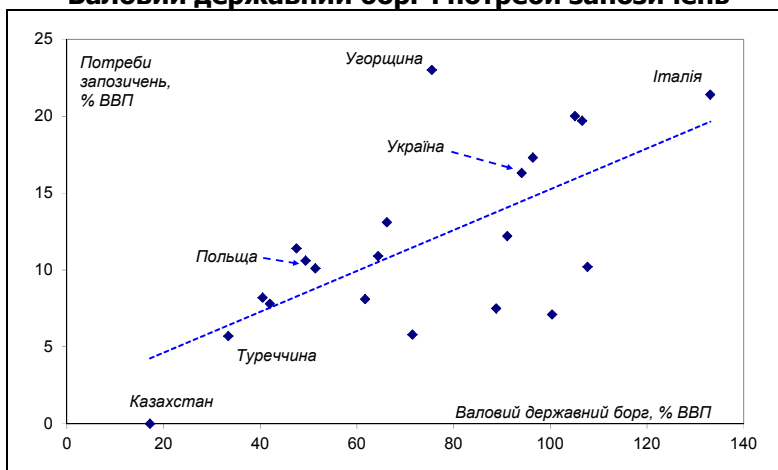
⁶⁵ Trading economics. Government Bond 10y. – <http://www.tradingeconomics.com/bonds>.

⁶⁶ EMEA EM Amid Tightening US Labor Market, China Growth Concerns & Falling Energy/Commodity Prices. – J.P.Morgan, July 2015.

**Доходність довгострокових державних облігацій окремих країн,
% для 10-річних облігацій (на кінець кварталу)**



Валовий державний борг і потреби запозичень



Ефективне управління процесами використання та обслуговування боргів вимагає чіткого усвідомлення наявної і перспективної **структури фінансових потоків**, які спрямовуються на покриття внутрішніх і зовнішніх розривів та узагальнюються у т.зв. **потребах фінансування** (державного – *government funding needs*, платіжного балансу – *balance of payments financing needs*) (таблиці «Загальні потреби і джерела фінансування окремих висхідних країн», «Загальні потреби і джерела фінансування України») ⁶⁷.

При цьому слід вказати на значне місце у структурі фінансування висхідних країн ЄС трансфертів з фондів ЄС. Інша особливість фінансування притаманна Туреччині, яка має великі короткострокові зобов'язання. У даному контексті такі зобов'язання виникають як результат торговельних кредитів, які «традиційно» постійно оновлюються (рефінансуються), що характерно для висхідної економіки, яка має широкі торговельні зв'язки з міцною розвинутою економікою ЄС.

⁶⁷ Credit Suisse Emerging Market Quarterly, June 2015.

Загальні потреби і джерела фінансування окремих висхідних країн,
\$ млрд.

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015(п) |
|--|--------------|--------------|--------------|----------------|
| Польща | | | | |
| Обсяг (включно з короткостроковими боргами) | 95,7 | 76,9 | 93,8 | 64,4 |
| <i>У т.ч. до потреб фінансування</i> | | | | |
| Дефіцит рахунку поточних операцій (- означає надлишок) | 17,6 | 7,0 | 7,8 | -1,4 |
| Сплати за зовнішніми середньо- і довгостроковими боргами | 32,7 | 31,1 | 34,4 | 26,0 |
| Сплати короткострокових боргів | 44,8 | 42,4 | 46,3 | 37,8 |
| <i>У т.ч. джерела</i> | | | | |
| Чисті трансферти ЄС | 10,9 | 11,9 | 13,3 | 9,2 |
| Середньо- і довгострокові запозичення | 69,6 | 36,5 | 18,4 | 31,2 |
| Короткострокові запозичення | 42,4 | 46,3 | 37,8 | 26,5 |
| Зміна в резервах (- означає збільшення) | -11,0 | 2,7 | 5,6 | 0 |
| Угорщина | | | | |
| Обсяг (включно з короткостроковими боргами) | 47,0 | 36,0 | 27,0 | 29,0 |
| <i>У т.ч. до потреб фінансування</i> | | | | |
| Дефіцит рахунку поточних операцій (- означає надлишок) | -2,3 | -5,4 | -5,7 | -6,3 |
| Сплати за зовнішніми середньо- і довгостроковими боргами | 14,7 | 13,5 | 5,3 | 11,5 |
| Сплати короткострокових боргів | 31,6 | 22,9 | 23,0 | 19,1 |
| <i>У т.ч. джерела</i> | | | | |
| Чисті трансферти ЄС | 3,2 | 4,8 | 5,7 | 4,3 |
| Середньо- і довгострокові запозичення | 7,0 | 5,5 | 8,5 | 9,2 |
| Короткострокові запозичення | 22,9 | 23,0 | 19,1 | 17,2 |
| Зміна в резервах (- означає збільшення) | 4,2 | -1,8 | 4,5 | 0 |
| Туреччина | | | | |
| Обсяг (включаючи короткострокові борги) | 174,7 | 212,0 | 221,5 | 204,4 |
| <i>У т.ч. до потреб фінансування</i> | | | | |
| Дефіцит рахунку поточних операцій | 48,5 | 64,7 | 46,5 | 34,8 |
| Сплати за зовнішніми середньо- і довгостроковими боргами | 40,5 | 43,6 | 37,5 | 33,6 |
| Сплати короткострокових боргів | 81,6 | 100,2 | 130,4 | 133,0 |
| <i>У т.ч. джерела</i> | | | | |
| Прямі та портфельні інвестиції | 53,9 | 45,4 | 36,5 | 30,5 |
| Середньо- і довгострокові запозичення | 60,9 | 68,6 | 68,2 | 57,5 |
| Короткострокові запозичення | 100,2 | 130,4 | 133,0 | 129,7 |
| Зміна в резервах (- означає збільшення) | -22,8 | -10,8 | 0,5 | -3,4 |

Загальні потреби і джерела фінансування України,
\$ млрд.

| | <i>2009</i> | <i>2012</i> | <i>2013</i> | <i>2014</i> | <i>2015(п)</i> |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|----------------|
| Обсяг (включно з короткостроковими боргами) | 40,6 | 70,7 | 73,6 | 65,1 | 49,9 |
| <i>Потреби фінансування</i> | | | | | |
| Дефіцит рахунку поточних операцій | 1,7 | 14,3 | 16,4 | 5,3 | 1,6 |
| Сплати за зовнішніми боргами | 17,4 | 23,2 | 23,5 | 22,6 | 15,8 |
| Державні | 3,0 | 6,3 | 6,0 | 7,2 | 6,5 |
| Приватні | 14,4 | 16,9 | 17,5 | 15,4 | 9,3 |
| Відплив ПІІ | 0,2 | 0,5 | 0,5 | 0,2 | 0,5 |
| Сплати короткострокових боргів | 21,3 | 32,7 | 33,2 | 37,0 | 32,0 |
| <i>Джерела фінансування</i> | | | | | |
| Прямі та портфельні інвестиції | 5,1 | 11,1 | 6,8 | 0,4 | 1,0 |
| Середньо- і довгострокові запозичення | 4,5 | 22,3 | 25,1 | 13,8 | 12,4 |
| Короткострокові отримані кредити | 18,4 | 33,2 | 37,6 | 32,0 | 31,8 |
| Інші джерела, багатостороннє включно | 6,9 | 0 | 0,0 | 7,0 | 7,0 |
| Зміна в резервах (- = збільшення) | 5,7 | 4,2 | 4,1 | 11,9 | -0,5 |

Звернемо увагу, що загальні потреби фінансування України суттєво зменшились у 2015р., порівняно з 2012-2013рр. Насамперед, за рахунок суттєвого покращання сальдо рахунку поточних операцій (з дефіциту у \$16,4 млрд. у 2013р. до прогнозних \$1,6 млрд. у 2015р.) та приватних боргів (з \$17,5 млрд. до \$9,3 млрд. у вказаний період), що, втім, нерозривно пов'язано з глибокою кризою в країні. Адже **українська економіка має значну залежність від зовнішніх ресурсів, яка не компенсується наявним у країні рівнем експортної спроможності.** А отже, саме в періоди значних спадів відбувається формальне покращення зовнішнього балансу економіки – що навряд чи слід вважати позитивною ознакою.

Загалом це свідчить про те, що в Україні **проблема зовнішнього боргу є не просто результатом помилок в зовнішній економічній політиці, а ознакою глибокої структурної незбалансованості української економіки, що утворилася (у попередні роки) внаслідок хибних шляхів реформування в цілому.**

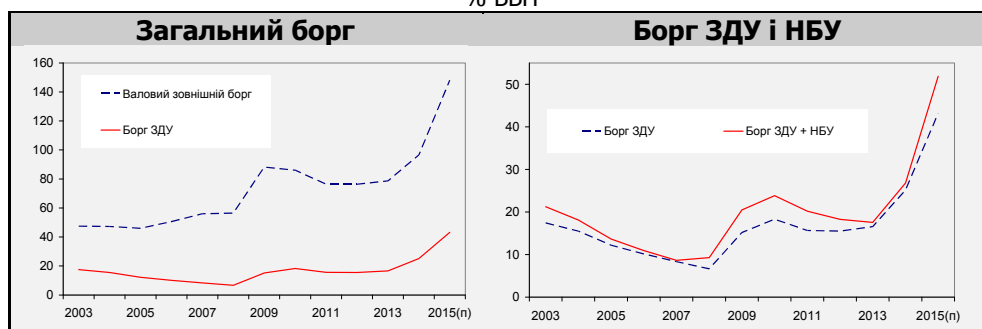
4. Проблема зовнішнього боргу – пріоритет економічної політики України

Україна упродовж останнього десятиліття проводила невважену політику зовнішніх запозичень, що сформувало високий рівень залежності її економіки від зовнішніх боргів. Проте в умовах прискорених темпів економічного зростання ці питання не становили істотної загрози, і тому ще кілька років тому боргова проблематика не виглядала критичною. Занурення ж України в глибоку кризу, зумовлену серйозними політичними ускладненнями, загострило питання про міжнародну платоспроможність країни та ймовірність суверенного дефолту. Розв'язання цієї складної проблеми, яка вийшла на авансцену політики кардинальних соціально-економічних трансформацій, стало одним з головних завдань влади у кризові 2014-2015рр. Вказана проблема вимагає комплексного аналізу з чітким визначенням її структурних особливостей, параметрів динаміки, інструментів впливу на ситуацію та альтернативних шляхів реструктуризації.

Структурні особливості зовнішнього боргу України

Оцінки зовнішнього боргу. До 2014р. загальні показники стану зовнішнього боргу України не виглядали критично загрозливими: валовий зовнішній борг залишався на рівні менше ВВП країни, а сукупний борг сектору загального державного управління (ЗДУ) і борг центрального банку (НБУ) не перевищував 30% ВВП. Однак, криза 2014-2015рр. і зумовлений нею обвал гривні спричинили різке погіршення відносних показників заборгованості (діаграма «Складові зовнішнього боргу»⁶⁸).

Складові зовнішнього боргу,
% ВВП

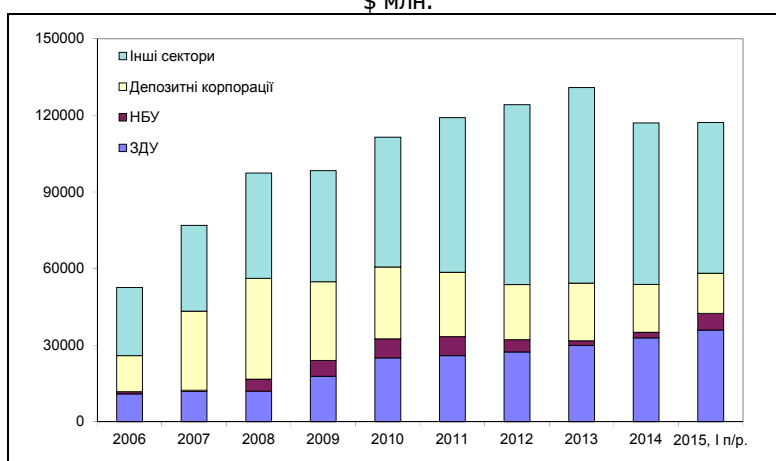


До 2006р. сукупний рівень зовнішнього боргу взагалі не був значним, а в період напередодні глобальної кризи (до 2008р.) він формувався переважно в банківському секторі (депозитні корпорації) (діаграма «Структура зовнішнього боргу України»), оскільки українські банки активно залучали

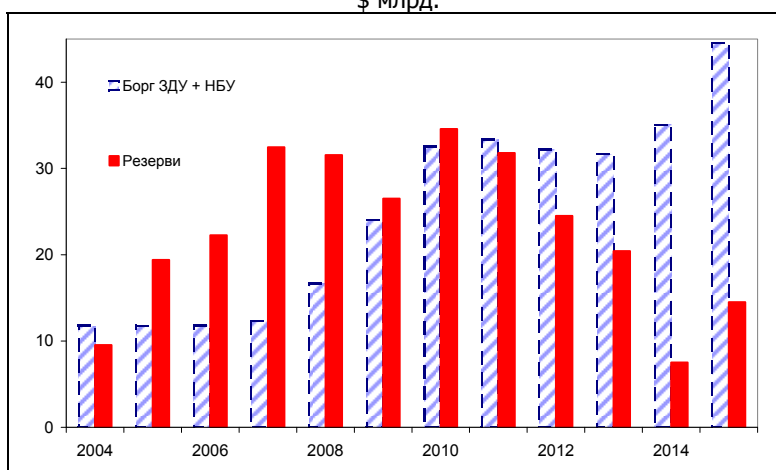
⁶⁸ У цьому розділі, якщо не вказано інше, використані офіційні дані НБУ. – <http://www.bank.gov.ua/>.

дешеві зовнішні ресурси (характерні для глобальної монетарної експансії того періоду). В умовах поширення практики дорожчого внутрішнього споживчого кредитування в іноземній валюті це приносило фінансовим установам чималі прибутки, заради яких вони йшли на пряме ігнорування істотних валютних ризиків, пов'язаних із різноманітними схемами кредитування осіб, які не мали джерел заробітку в іноземній валюті.

Структура зовнішнього боргу України,
\$ млн.



Борг ЗДУ і НБУ та валові міжнародні резерви,
\$ млрд.

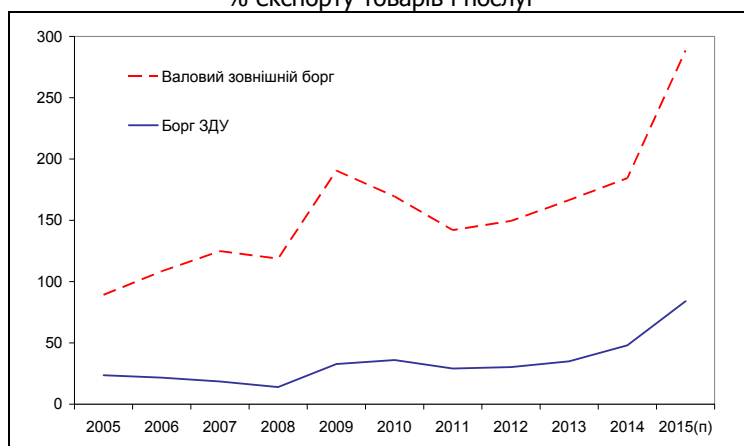


Слід, при цьому, зазначити, що в період до 2008р. обсяг валових валютних резервів країни перевищував загальний обсяг боргу Уряду та НБУ, що засвідчувало платоспроможність України у той час (діаграма «*Борг ЗДУ і НБУ та валові міжнародні резерви*»). Однак, останніми роками (кризовими і посткризовими) при зростанні зовнішніх боргів стрімко зменшувалися обсяги резервів, отже обсяг зовнішніх зобов'язань уряду і НБУ став суттєво

перевищувати наявні міжнародні резерви, що означало істотне зростання ризиків розгортання боргової та валютної кризи (зрештою, це й відбувалось упродовж 2014-2015рр.).

Україна останніми роками зіткнулася з виразним погіршенням співвідношення обсягів боргів до обсягів експорту (діаграма «Відношення зовнішніх боргів до обсягу експорту»). Це, насамперед, пов'язано з тим, що, поряд із зростанням боргів, у кризовий і посткризовий період відбувалося значне скорочення експорту, яке супроводжувалось девальвацією гривні.

Відношення зовнішніх боргів до обсягу експорту,
% експорту товарів і послуг



Звичайно, «внесок» у це загальне погіршення стану заборгованості робив не лише державний сектор. Не менш стрімко нарощувались українські зовнішні борги приватного сектору – банківського та корпоративного (нефінансового). Причому особливо несприятливою характеристикою було те, що введені до України **кредитні ресурси значно перевищували за обсягами інвестиційні**, адже головним спрямування їх було фінансування приросту споживання (часто престижного), яке не створювало джерел погашення заборгованості.

Криза 2008р. певним чином скоригувала структуру боргових позицій України, насамперед у банківській сфері. Оскільки увага до фінансових балансів комерційних банків є значно вищою, ніж у корпоративному секторі, банки були змушені суттєво скоротити свої зовнішні борги. Саме за рахунок цього валовий борг у 2011-2013рр. продемонстрував тенденції до зниження (діаграма вище «Складові зовнішнього боргу»).

На жаль, **боргова структура корпоративного (не фінансового) сектору залишається непрозорою**, що формує додаткові високі ризики, зважаючи на те, що в цьому секторі присутні як великі державні (або за державної участі) підприємства (в т.ч. «системного» монопольного характеру – «Нафтогаз», «Укрзалізниця», «Укравтодор» тощо), так і акціонерні та

приватні підприємства, які мають державні пільги та/або гарантії. А відтак, держава несе і значну фінансову відповідальність і витрати у випадку незадовільних результатів діяльності вказаних структур та нездатності їх самостійно погашати свої зобов'язання.

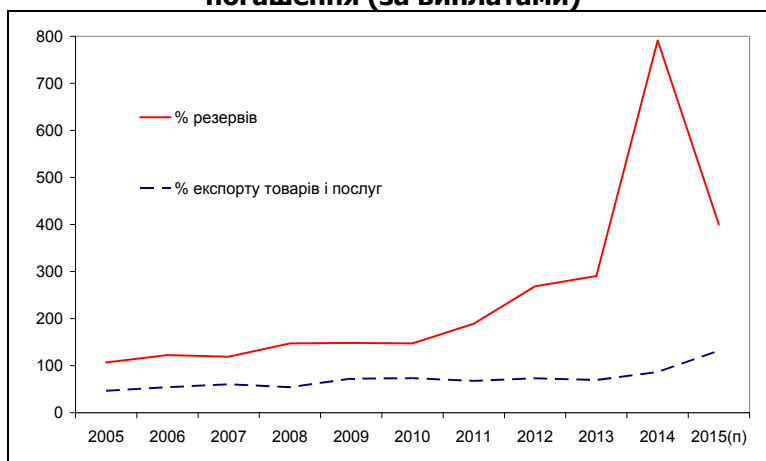
Узагальнюючи, **різке погіршення низки відносних боргових показників** у 2015р. зумовлено:

- значним зниженням обсягу ВВП у доларовому еквіваленті, внаслідок обвальної девальвації гривні;
- суттєвим зменшенням обсягів експорту, внаслідок втрати експортного потенціалу Донбасу у результаті російської агресії, а також різкого скорочення зовнішньоекономічних операцій України з Росією загалом;
- значним фінансуванням України міжнародними фінансовими інститутами (МФІ), а також реструктуризація зовнішнього боргу, що призвело до нарощування загальних боргових показників.

Між тим, завдяки фінансуванню МФІ та окремих розвинутих країн, Україні вдалося наростити обсяги валових резервів, а відтак – помітно покращити боргові показники відносно резервів.

Ще однією, вкрай небезпечною характеристикою зовнішньої боргової позиції України як приватного сектора, так і державного, є **надзвичайно високий рівень боргів короткострокового характеру** (обсяг яких складається не лише з власне короткострокових запозичень, але й довгострокових, за якими в поточному році добігає термін погашення) (діаграма «*Короткостроковий зовнішній борг за залишковим терміном погашення*»).

Короткостроковий зовнішній борг за залишковим терміном погашення (за виплатами)



Стрімка девальвація гривні упродовж 2014-2015рр. призвела до практичної неможливості зорієнтуватись на резерви країни з метою забезпечення

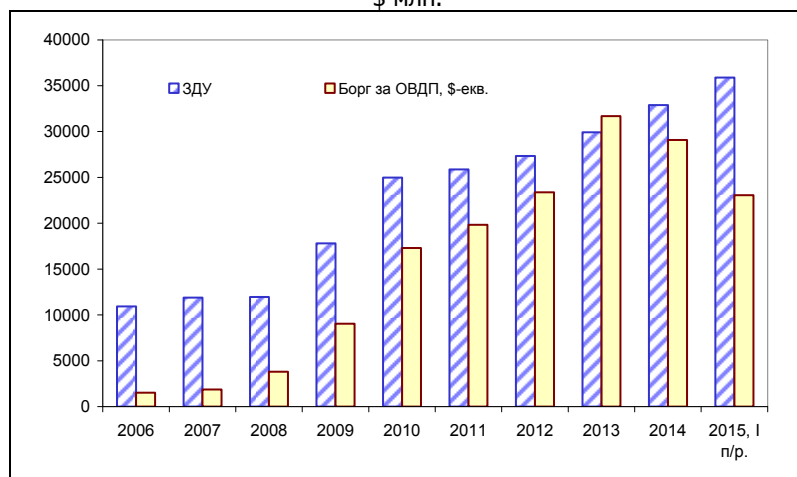
покриття короткотермінових виплат за боргами, адже наприкінці 2014р. обсяг короткострокових боргів ледь не на порядок перевищував обсяг резервів. Лише наповнення резервів у 2015р. певним чином покращило ситуацію, хоча обсяги короткострокових боргів вчетверо перевищують величину резервів. Втім, зниження експорту визначає погіршення покриття короткострокових боргів експортною виручкою, і на кінець 2015р. вперше за останнє десятиліття обсяги експорту будуть меншими, ніж виплати за короткостроковими боргами (діаграма «Короткостроковий зовнішній борг за залишковим терміном погашення»).

Наразі в сфері зовнішньої заборгованості України, незважаючи на підтримку МФІ і найбільших розвинутих країн, а також реструктуризації певних комерційних боргів, спостерігається **висока невизначеність** стосовно потенціалу та динаміки зовнішніх запозичень. Можемо лише констатувати, що **без повноцінної стійкої співпраці з МВФ неможливе надходження в Україну коштів й від інших МФІ**, не кажучи вже про залучення приватних інвестицій.

Боргова ситуація в Україні погіршуються тим, що **проблеми зовнішньої заборгованості** посилюються наявністю **зростаючої внутрішньої заборгованості**.

Динаміка внутрішнього боргу України. Внутрішній борг України, що формувався за рахунок розміщення коротко- і середньострокових облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП), в період до 2008р. залишався радше символічним (діаграма «Борг України: зовнішній ЗДУ та внутрішній за ОВДП»).

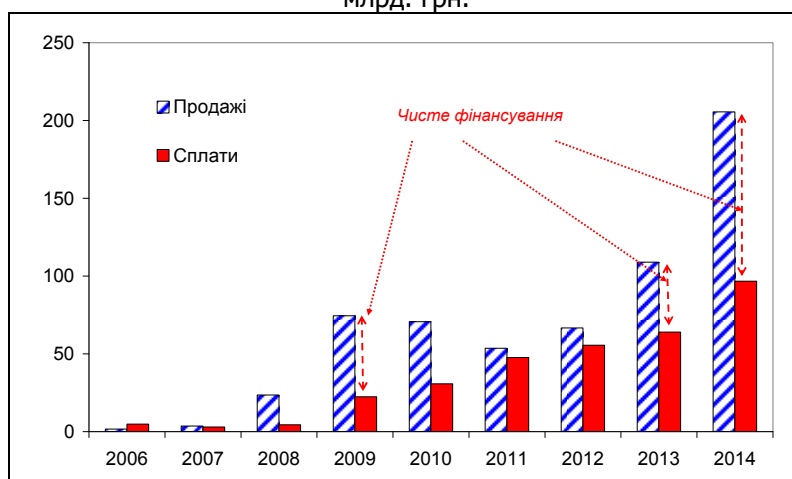
Борг України: зовнішній ЗДУ та внутрішній за ОВДП,
\$ млн.



Зрозуміло, перша хвиля стрімкого розширення ОВДП відбулася в кризовий 2009р., коли порівняно з 2008р. відбулося більше, ніж двократне нарощування ОВДП. Упродовж наступних кількох років відбувалось переважно

рефінансування внутрішнього боргу (діаграма «Обсяги ринку ОВДП»), при цьому вартість нових запозичень поступово зростала: доходність гривневих ОВДП у 2012-2013рр. знаходилась на рівні 12-14%⁶⁹.

Обсяги ринку ОВДП,
млрд. грн.



Ситуація на ринку ОВДП різко загострилась у 2014р., а в 2015р. вже виглядає критичною. Кризовий стан економіки, необхідність фінансування дефіциту державних фінансів і капіталізації НАК «Нафтогаз України» призвело до стрімкого нарощування значних обсягів дорогих ОВДП. І вже в 2015р. ринок ОВДП виявився «перевернутим» – виплати за ОВДП стали значно більшими, ніж надходження⁷⁰, насамперед внаслідок дорогих запозичень попередніх років (діаграма «Сума продажу і сплат ОВДП, 2014-2015рр.»).

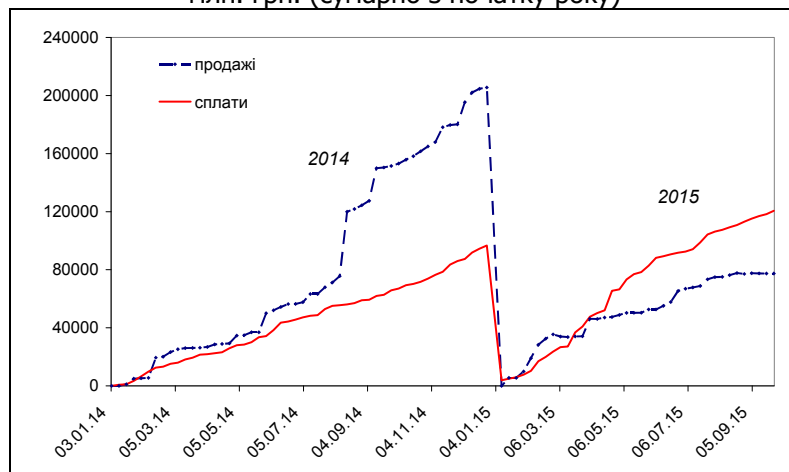
Звичайно, обсяги внутрішніх запозичень Уряду України стрімко зростають. Так, заборгованість Уряду за ОВДП, станом на кінець 2008р., складала менше 30 млрд. грн. (3% річного ВВП)⁷¹, 2012р. – 175 млрд. грн. (15% ВВП відповідного року), 2014р. – 460 млрд. грн. (близько 30% ВВП).

⁶⁹ У 2012р. в Україні також було розміщено валютні ОВДП, річний обсяг яких склав близько \$2,5 млрд., з досить високою доходністю – 8,9%. Нагадаємо, наприкінці 2011р. Уряд дозволив випуск внутрішніх облігацій з валютною прив'язкою, нібито забезпечивши такі облігації від девальваційного шоку, що мало підвищити їх привабливість. Однак, по суті, Уряд, **впроваджуючи валютну прив'язку на власні боргові зобов'язання, посилював валютні ризики для української економіки.**

⁷⁰ У першій половині 2015р. Мінфін, окрім докапіталізації низки держбанків і НАК «Нафтогаз України», а також кредитування Фонду гарантування вкладів практично не розміщав ОВДП.

⁷¹ Слід нагадати, що ситуація як у світі, так і в Україні до 2008р. характеризувалась стрімкою кредитною експансією, насамперед приватного сектору, що певним чином зменшувало інтерес економічних агентів до ринку ОВДП. Так, в Україні саме в 2008р. був зафіксований пік споживчого кредитування (банківською системою країни було

**Сума продажу і сплат ОВДП, 2014-2015рр.,
млн. грн. (сумарно з початку року)**



Загалом, упродовж останніх років спостерігається прискорене нарощування зовнішніх і внутрішніх боргів, причому значимість сектору ОВДП для державних фінансів помітно зростає. Втім, девальвація суттєво «скоригувала» показники внутрішнього і зовнішнього державних боргів – хоча у 2015р. загальні обсяги розміщених ОВДП зросли (до майже 490 млрд. грн.), проте внаслідок девальвації гривні зовнішній борг істотно перевищив доларовий еквівалент внутрішнього (таблиця «*Структура державного боргу України*»⁷²).

Більш детальна інформація стосовно структури державного боргу України останніх років, що наведена в таблиці, дозволяє отримати чітке уявлення про масштабність наростання проблеми державного боргу одночасно по лінії зовнішньої та внутрішньої заборгованості.

Слід також підкреслити, що загалом внутрішні запозичення, звичайно, мають певні переваги, порівняно із зовнішніми, насамперед, з точки зору управління ними (в т.ч. з врахуванням доступу до коштів). А у випадку девальвації

надано кредитів обсягом понад 700 млрд. грн. переважно на придбання житла, автомобілів, нерухомості, побутової техніки). Це стало можливим завдяки дешевим зовнішнім запозиченням вітчизняних банків на міжнародних ринках капіталів або у «материнських» європейських банків. Фактично в передкризовий період в Україні формувались передумови системної банківської кризи, яка розгорнулася в країні у 2014-2015рр. При цьому, по суті було проігноровано світовий досвід, який вказує, що в країнах із слабким банківським сектором кредитна експансія, яка стає можливою за рахунок зовнішніх відносно дешевих ресурсів, є високо ризиковою для фінансового стану банківської системи, а також системи державних фінансів, і часто переростає в широкомасштабну фінансову, валютну і банківську кризи. – Попкова А. Управление государственным долгом в разных странах. – <http://www.nbrb.by/bv/articles/8192.pdf>.

⁷² EMEA EM Amid Tightening US Labor Market, China Growth Concerns & Falling Energy/Commodity Prices. – J.P.Morgan, July 2015.

чи інфляції реальна вартість для економіки країни з виплат держави за внутрішнім боргом може суттєво зменшуватися. Крім того, процентні виплати можуть розширювати пропозицію грошей, що сприятиме розширенню внутрішнього попиту.

Структура державного боргу України
(на кінець року)

| | 2013 | | 2014 | | |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|---------------|-------------|
| | \$ млрд. | % ВВП | \$ млрд. | млрд. грн. | % ВВП |
| Внутрішній борг | 32,1 | 17,5 | 29,2 | 461,0 | 29,4 |
| Внутрішній гарантований | 3,4 | 1,9 | 1,8 | 27,9 | 1,8 |
| Зовнішній борг | 27,9 | 15,2 | 30,8 | 485,8 | 31,0 |
| Зовнішній гарантований | 9,6 | 5,3 | 8,0 | 125,9 | 8,0 |
| Сукупний борг | 73,1 | 39,9 | 69,8 | 1100,6 | 70,2 |
| в національній валюті | 29,4 | 16,0 | 26,7 | 421,8 | 26,9 |
| в т.ч. | | | | | |
| облігації | 25,6 | 14,0 | 24,8 | 391,1 | 25,0 |
| гарантовані та інші | 3,8 | 2,0 | 2,0 | 30,7 | 1,9 |
| в іноземній валюті | 43,7 | 23,8 | 43,0 | 678,8 | 43,3 |
| в т.ч. | | | | | |
| євробонди | 17,4 | 9,5 | 17,3 | 272,5 | 17,4 |
| російські | 3,0 | 1,6 | 3,0 | 47,3 | 3,0 |
| допомога США | | | 1,0 | 15,8 | 1,0 |
| гарантовані євробонди | 3,4 | 1,9 | 1,8 | 28,5 | 1,8 |
| вітчизняні в іноземній валюті | 6,1 | 3,4 | 4,3 | 67,1 | 4,3 |
| кредити в іноземній валюті | 5,1 | 2,8 | 8,1 | 127,7 | 8,1 |
| Світового банку | 3,1 | 1,7 | 4,3 | 68,3 | 4,4 |
| гарантовані в іноземній валюті | 4,5 | 2,4 | 4,0 | 63,1 | 4,0 |
| МВФ | 7,2 | 3,9 | 7,6 | 120,0 | 7,7 |

Стосовно структури власників ОВДП, то останніми роками відбулися помітні зміни, що зумовлено кризовим станом української економіки загалом і банківської системи зокрема. Якщо упродовж 2009-2013рр. частка НБУ, переважно, складала 54-59% загальних обсягів розміщених ОВДП, а українських комерційних банків – 30-40%, то у 2014р. частка НБУ сягнула майже 70%, а банків впала до 20% (таблиця «*Структура ОВДП, які знаходяться в обігу*»⁷³). Для інших українських та іноземних інвесторів вітчизняний ринок ОВДП не є привабливим – їх частка останніми роками не

⁷³ ОВДП, які знаходяться в обігу. – <http://bank.gov.ua>.

перевищує 10% загального обсягу. За збереження таких умов, **немає підстав очікувати, що настрої приватних інвесторів** (у т.ч. портфельних) стосовно України будуть **мати позитивну спрямованість** (з тим визначатиметься їх неготовність до фінансування як приватного, так і державного секторів).

Структура ОВДП, які знаходяться в обігу

| | Обсяг на кінець періоду, млрд. грн. | % облігацій, які знаходяться у власності | | | |
|-------------|-------------------------------------|--|--------------------|------------------|--------------|
| | | НБУ | Вітчизняних банків | Інших резидентів | Нерезидентів |
| 2008 | 17,6 | 48,5 | 30,5 | 18,1 | 2,9 |
| 2009 | 71,1 | 59,7 | 27,1 | 12,6 | 0,7 |
| 2010 | 136,2 | 46,5 | 40,2 | 5,1 | 8,3 |
| 2011 | 157,6 | 53,8 | 36,6 | 6,8 | 2,8 |
| 2012 | 185,8 | 56,8 | 35,5 | 4,7 | 2,9 |
| 2013 | 252,4 | 58,3 | 32,1 | 4,9 | 4,7 |
| 2014 | 457,7 | 69,5 | 20,4 | 5,4 | 4,7 |
| 2015, I п/р | 487,0 | 73,2 | 16,9 | 5,2 | 4,7 |

Однак, крім того, що **у випадку інфляції чи девальвації** внутрішні боргові інструменти виявляються **непривабливими для інвесторів** (втрата реальної вартості), розширення внутрішніх запозичень призводить до **ефекту витіснення** (приватні інвестиції йдуть не у реальний сектор, а у високоприбутковий сектор державних цінних паперів). Тобто, щоб внутрішні облігації залишались привабливими, не провокуючи ефект витіснення, держава має **забезпечити низьку інфляцію і мінімізувати негативні девальваційні тенденції**, що, з одного боку, може все ж погіршити експортні переваги національних виробників на зовнішніх ринках, з іншого – сприятиме внутрішньому збалансуванню і підвищенню заощаджень (нейтралізуючи ефект витіснення).

Окремі ризики реструктуризації зовнішнього боргу України

Численні епізоди боргової кризи в різних країнах світу свідчать, що найчастіше вони були спричинені відсутністю цілісної раціональної політики залучення фінансових ресурсів, внаслідок чого прискорювалось важко контрольоване накопичення зовнішньої заборгованості. За таких умов виникає *боргова криза*, яка проявляється в неспроможності країни-боржника здійснювати повні виплати за накопиченим боргом відповідно до початкових угод. Вихід з боргової кризи передбачає стабілізацію обсягів виплат, зміну структури заборгованості, відстрочку сплати боргу або перегляд інших умов його повернення.

Необхідність реструктуризації боргів. В умовах посилення боргових ризиків уряди країн-боржників намагаються вжити заходів, які б зменшили піки виплат у короткостроковій перспективі й стабілізували сплати з обслуговування та виплати основної частини боргу в середньо- і довгостроковій перспективі, а з тим – домогтися стійкого економічного розвитку⁷⁴. З цією метою можуть застосовуватися різні стратегії та методи управління погашення і обслуговування боргу, зокрема рефінансування, реструктуризація, конверсія, консолідація та ін. Найчастіше сьогодні використовується рефінансування і реструктуризація, за допомогою яких вдається погасити поточні запозичення і платежі за ними за рахунок залучення нових ресурсів⁷⁵. Найбільш широко використовуваним методом зменшення боргу є його реструктуризація.

Хоча сьогодні нема загальноприйнятого визначення, під реструктуризацією найчастіше розуміють нормативно визначений обмін наявних на певний час боргових інструментів (облігацій, векселів, казначейських зобов'язань тощо) на нові, з іншими характеристиками, боргові інструменти⁷⁶. Причому, в нових інструментах можуть консолідуватись всі попередні боргові зобов'язання (найчастіше з меншими процентними ставками та значним подовженням термінів виплат)⁷⁷.

Тобто, за *реструктуризації боргу*, як основна сума боргу, так і умови його обслуговування (процент, сума, строки сплати) переглядаються, і при цьому відбуваються зміни в умовах боргового контракту таким чином, що кредитор погоджується на певні послаблення умов боргових виплат на користь позичальника, принаймні в короткостроковій перспективі. При цьому, при реструктуризації часто говорять про дефолт, що не відповідає реальним ознакам настання дефолту (врізка «Відмінність між дефолтом і реструктуризацією»⁷⁸).

⁷⁴ Stichelmans T. Why a United Nations sovereign debt restructuring framework is key to implementing the post-2015 sustainable development agenda. –

<http://www.eurodad.org/files/pdf/55d58f43e0a7f.pdf>.

⁷⁵ Попкова А. Управление государственным долгом в разных странах. – <http://www.nbrb.by/bv/articles/8192.pdf>.

⁷⁶ У такому випадку змінюються умови боргових зобов'язань: відсоток доходу за новими цінними паперами може бути нижчим, ніж за старими, при збереженні номінальної вартості облігацій; номінальна вартість нових зобов'язань може бути встановлена меншою порівняно з вартістю початкових; в окремих випадках допустимим є перегляд валюти, в якій номіновані нові облігації тощо. – Das U., Papaioannou M., Trebesch C. Sovereign Debt Restructurings 1950–2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts. – <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12203.pdf>.

⁷⁷ Ugarteche O. Public Debt Crisis in Latin America and Europe: a Comparative Analysis. – <http://www.paecon.net/PAEReview/issue67/Ugarteche67.pdf>.

⁷⁸ Das U., Papaioannou M., Trebesch C. Sovereign Debt Restructurings 1950–2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts. – <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12203.pdf>.

ВІДМІННІСТЬ МІЖ ДЕФОЛТОМ І РЕСТРУКТУРИЗАЦІЄЮ

Дефолт і реструктуризація боргу є тісно пов'язаними, але не ідентичними поняттями. Дефолт означає неспроможність уряду вчасно здійснити основний платіж чи виплату відсотків по ньому (після спливання періоду відстрочки платежу). Дефолт може бути частковим, якщо країна не здатна обслуговувати лише частину свого боргу. Зокрема, часто виплата за відсотками продовжується, хоча виплата основної частини боргу призупиняється. Втім, дефолт може означати і повне припинення всіх боргових виплат кредиторам.

У більшості випадків, реструктуризація відбувається після настання дефолту і, фактично, більшість процесів з реструктуризації боргу спричинені саме дефолтом. Така реструктуризація, відома як пост-дефолтна, може бути визначена як обмін боргу на нові боргові зобов'язання, що відбувається після настання факту платіжного дефолту. Між тим, останніми роками дедалі частіше запроваджуються «випереджаючі» реструктуризації, тобто, коли обмін боргових інструментів здійснюється до того, як уряд порушить термін здійснення будь-якого платежу.

Враховуючи, що не всі реструктуризації відбуваються після дефолту, важливо вказати й на те, що не після всіх дефолтів має місце реструктуризація. Непоодинокими є випадки, коли уряди тимчасово не мали можливості здійснити виплати, однак, пізніше вони все ж були здійснені. В цих випадках дефолт було скасовано (або «вилікувано») без реструктуризації боргу.

Слід вказати, що зменшення основної суми боргу (*face-value reductions*) застосовується радше як виключення, аніж як усталена норма. Так, з 1950-х років упродовж наступних 50 років, за міжнародними спостереженнями, лише у 57 випадках обсяг основної суми зменшувався, а у 129 випадках відбувалися подовження термінів виплат і полегшення умов обслуговування боргу.

Поряд з цим, серед інших методів скорочення зовнішнього боргу виокремлюється т.зв. *конверсія боргу (борговий своп)*, яка може приймати наступні форми⁷⁹:

- *Викуп боргу* – надання країні-боржникові можливості викупити власні боргові зобов'язання на вторинному ринку боргів (зазвичай, зі знижкою з їх номінальної ціни);
- *Капіталізація боргу*, тобто **обмін зовнішнього боргу на власність** (акціонерний капітал) зі знижкою. Капіталізація боргу передбачає надання іноземним агентам можливості обмінювати боргові зобов'язання даної країни на акції її промислових, торговельних та інших корпорацій, а також використанні при

⁷⁹ С.Будаговська та ін. Мікроекономіка. Макроекономіка. – К.: Основи, 1999, 518с.

приватизації для входження у власність нових привабливих підприємств⁸⁰.

Звичайно, суперечливим є питання про те, за яких умов країна має вдаватися до реструктуризації власних боргів. Не існує загальновизнаних величин індикаторів, орієнтуючись на які країни вдаються до реструктуризації боргів. Не можна навіть стверджувати, що вирішальне значення для реструктуризації відіграє наявність значної заборгованості перед офіційними кредиторами (таблиця «*Макроекономічні індикатори в період реструктуризації*»⁸¹). Тобто кожний процес реструктуризації боргів – це особливий випадок, який і розв'язується в особливому порядку, виходячи із специфічних обставин.

Макроекономічні індикатори в період реструктуризації

| Країна | Рік | Загальний зовнішній борг, % ВВП | Державний борг, % ВВП | Частка державного боргу перед офіційними кредиторами, % |
|-----------------|------|---------------------------------|-----------------------|---|
| Аргентина | 1993 | 29,1 | 19,5 | 36,8 |
| Аргентина | 2005 | 54,1 | 28,4 | 33,2 |
| Бразилія | 1994 | 20,9 | 12,8 | 28,3 |
| В'єтнам | 1997 | 82,5 | 73,0 | 77,7 |
| Мадагаскар | 1990 | 146,7 | 132,0 | 96,4 |
| Мексика | 1990 | 36,3 | 24,7 | 32,1 |
| Молдова | 2004 | 68,6 | 23,4 | 95,2 |
| Південна Африка | 1993 | 16,0 | 5,7 | 0 |
| Туреччина | 1982 | 33,0 | 26,1 | 64,4 |
| Уругвай | 2003 | 85,7 | 57,2 | 41,0 |
| Чилі | 1990 | 49,3 | 27,6 | 52,4 |
| Україна | 2000 | 54,0 | 21,3 | 68,4 |

Окремі особливості реструктуризації в Україні у 2015р. Нагальна потреба України в реструктуризації виникла у 2015р., хоча ще у 2014р. визнавалась її доцільність для країни, яка знаходиться у стані війни і має

⁸⁰ Зазвичай, держава несе відповідальність лише за своїми зобов'язаннями. Проте в критичних випадках у світовій практиці непоодинокими є владні заходи, коли уряди країн-боржників приймають на себе зобов'язання по заборгованостях приватних економічних агентів (банків, корпорацій) для недопущення масових банкрутств чи дефолтів (зокрема, у кризовому 2008р. Уряд Росії в рамках антикризових заходів направив значні ресурси на порятунок крупного приватного бізнесу, в т.ч. банків).

⁸¹ Das U., Papaioannou M., Trebesch C. Sovereign Debt Restructurings 1950–2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts. – <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12203.pdf>. Зауважимо, при конверсії боргу в акції підприємств інвестори намагаються отримати кращі національні активи, зокрема, стратегічного характеру, що може суперечити завданням національної безпеки та розвитку країни.

витрачати значні валютні кошти на виконання зовнішніх зобов'язань. Так, виплати за вже існуючими боргами у 2014р. перевищили надходження із зарубіжних джерел у вигляді фінансової допомоги та кредитів (надходження становили \$9 млрд., виплати – \$14 млрд.). Тому чи не єдиною можливістю недопущення банкрутства країни у 2015р. мала стати **реструктуризація частини зовнішніх державних і гарантованих державою боргів**. Такий сценарій був підтриманий МВФ, що додавало українській владі сподівань на досягнення позитивного результату.

В таблиці «*Борги України, що потребують реструктуризації*» наведено графік виплат за зовнішніми зобов'язаннями України, відносно яких велися упродовж першої половини 2015р. переговори про реструктуризацію⁸².

Звернемо увагу, що Україна мала високі виплати упродовж 2015-2017рр. і суттєве послаблення виплат у 2018-2019рр. Тому «зсув» основних виплат на кілька років надав би Україні можливість віддалити і більш рівномірно розподілити виплати і накопичити ресурси для повного погашення боргових зобов'язань.

У вересні 2015р. Україна, згідно з офіційним повідомленням Міністерства фінансів, досягла угоди з головними кредиторами стосовно певної реструктуризації власних боргів⁸³. Серед положень угоди звернемо увагу на те, що:

- очікується списання 20% основного боргу обсягом понад \$19 млрд. (тобто близько \$3,6 млрд.);
- виплати основної частини «оновленого» боргу мають відбутися у 2019–2027рр. І упродовж найближчих чотирьох років Україна не сплачуватиме тіло кредитів;
- процентна ставка зростає з усередненої чинної 7,22% до 7,75%;
- Україна бере на себе зобов'язання за новим «інструментом відновлення вартості» (*Value recovery instrument – VRI*), який встановлює залежність між обсягами виплат по боргах та темпом економічного зростання, яке буде реєструватися в країні починаючи з 2021р. та упродовж наступних 20 років. При цьому, при темпі росту ВВП від 3% до 4% Україна виплачуватиме кредиторам 15% від приросту вище 3%, а при темпі вище 4% – 40% приросту.

Звичайно, **домовленість про реструктуризацію загалом має вітатись**, оскільки альтернативою їй було б гарантоване настання суверенного дефолту – з усіма сумними наслідками в аспекті доступу до ресурсів, необхідних для докорінного реформування країни. Проте окремі **суперечливі положення**

⁸² ...станом на травень 2015р. Див., зокрема: Ukraine: debt restructuring process is finally moving. – JP Morgan, May 2015.

⁸³ Ключові факти щодо угоди зі Спеціальним комітетом кредиторів. – http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=425499&cat_id=406607.

формують **важко оцінювані ризики** і можуть погіршити результативність даного процесу.

Борги України, що потребують реструктуризації

\$ млрд.

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | Всього |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|
| <i>Виплати «тіла» боргу</i> | | | | | | | | | | |
| Євробонди (крім Росії) | 1,2 | 2,3 | 3,3 | 0 | 0 | 1,5 | 1,5 | 2,3 | 1,3 | 13,4 |
| Гарантовані облигації | | | 1,1 | 0,7 | | | | | | 1,8 |
| Борг Києва | 0,3 | 0,3 | | | | | | | | 0,6 |
| Укравтодор | 0,1 | 0,3 | 0,2 | | | | | | | 0,6 |
| Інші | | | | 0,2 | | 0,1 | | | | 0,3 |
| Обсяг, що мав бути реструктуризованим | 1,6 | 2,9 | 4,6 | 0,9 | 0 | 1,6 | 1,5 | 2,3 | 1,3 | 16,7 |
| Російські бонди | 3,0 | | | | | | | | | 3,0 |
| Загальний борг до реструктуризації | 4,6 | 2,9 | 4,6 | 0,9 | 0 | 1,6 | 1,5 | 2,3 | 1,3 | 19,7 |
| <i>Процентні виплати</i> | | | | | | | | | | |
| Євробонди (крім Росії) | 0,8 | 0,9 | 0,8 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,3 | 0,3 | 0 | 4,6 |
| Гарантовані облигації | 0,1 | 0,1 | 0,1 | | | | | | | 0,3 |
| Борг Києва | 0 | 0 | 0 | | | | | | | 0 |
| Укравтодор | 0,1 | 0,1 | 0 | | | | | | | 0,2 |
| Обсяг, що мав бути реструктуризованим | 1,0 | 1,1 | 0,9 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,3 | 0,3 | 0,0 | 5,1 |
| Російські бонди | 0,2 | | | | | | | | | 0,2 |
| Загальні процентні виплати до реструктуризації | 1,2 | 1,1 | 0,9 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,3 | 0,3 | 0,0 | 5,3 |

Для 2015р. вказані виплати, які мали здійснитись упродовж травня-грудня.

Насамперед, вкажемо, що зменшення (часткове списання) основного боргу означає, водночас, і **зменшення показника «борг/ВВП»**, який часто слугує індикатором «фінансової безпеки» країни і є однією з вимог МВФ в рамках чинної стабілізаційної програми для України.

Втім, часткове списання і відтермінування виплат стосується лише основного (тіла) боргу. І вказане зменшення співвідношення «борг/ВВП» може носити **маніпулятивний характер**, оскільки **не зачіпає процентні виплати**, термін виплат яких розширюється (перенесення основних виплат на 2019-2027рр. означає, що термін обслуговування боргу розширюється на 2015-2027рр.). Тобто здорожчується обслуговування боргу, яке «з'їдає» певну частину заощаджених реструктуризацією ресурсів. Більше того, зростання

ставки додатково здорожчує і щорічні виплати⁸⁴ за обслуговування (див. врізку «Простий приклад реструктуризації боргу»).

Простий приклад реструктуризації боргу

Нехай у вихідний момент (0) ВВП країни складає \$1000, і країна має сплачувати борг \$200 через 2 роки з вартістю обслуговування 8%. Перший рік (*Вихідний варіант*) сплачуються лише проценти \$16, в останній (другий) рік сплачується основна сума і проценти. Індикатор «борг/ВВП» складає 20%, загальні виплати, які має здійснити країна – \$232.

| Вихідний варіант | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | всього |
|-------------------------|---|----|-----|---|---|---|------------|
| основний борг | | | 200 | | | | 200 |
| проценти | | 16 | 16 | | | | 32 |
| Загалом | | 16 | 216 | | | | 232 |

Реструктуризація передбачає, що ВВП залишиться без змін, а основна сума боргу зменшиться на 20%, виплата основної суми подовжиться на 3 роки при підвищенні ставки до 10%. Тобто (*Оновлений варіант*), перші 4 роки виплачується обслуговування ($200 - 20\% = 160$, $160 * 10\% = 16$), а в останній (п'ятий) рік виплачується основна сума і вартість обслуговування.

| Оновлений варіант | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | всього |
|--------------------------|---|----|----|----|----|-----|------------|
| основний борг | | | | | | 160 | 160 |
| проценти | | 16 | 16 | 16 | 16 | 16 | 80 |
| Загалом | | 16 | 16 | 16 | 16 | 176 | 240 |

Індикатор «борг/ВВП», як і слід очікувати, **зменшиться** до 16%. Загальні ж **виплати за оновленим** (у результаті реструктуризації) варіантом складуть \$240, що **перевищують загальний обсяг вихідних платежів**. Тобто, попри покращення показника «борг/ВВП», країна повинна витратити більше коштів за сукупними борговими виплатами.

Зауваження. Для коректної оцінки вартості боргу до та після реструктуризації потрібно визначити т.зв. чисту поточну вартість (*net present value*) обох фінансових потоків (боргових виплат). Однак, в цьому викладенні ми не будемо звертатись до застосування такого інструментарію. Лише вкажемо, чим вища процентна ставка, тим при зростанні номінальних майбутніх платежів їх поточна вартість буде меншою. Однак, за невеликих ставок поточна вартість майбутніх платежів в оновленому варіанті може перевищити поточну вартість платежів у вихідному варіанті.

Інше положення в досягнутій домовленості, яке містить у собі високі майбутні ризики, пов'язані зі значним **додатковим зобов'язанням** стосовно обсягів

⁸⁴ При цьому нагадаємо, що виплати за обслуговування виконуються безпосередньо з державного бюджету (тобто, зростання процентних виплат означає зменшення фінансування видатків на економічні та соціальні програми).

виплат кредиторам **при підвищених темпах зростання ВВП** (понад 4%). Зрозуміло, при відносно високій економічній динаміці Україна, відповідно до «інструменту відновлення вартості», повинна буде додатково сплачувати кредиторам мільярдні суми.

Вочевидь, перемовники від України виходили з положення про те, що досягти 4% зростання для країни не буде надто легко. Або ж вважали, що 15-40% відрахувань з кожного відсотка приросту ВВП при високій економічній динаміці – це адекватна компенсація за нинішнє відтермінування боргових зобов'язань. **В якій мірі раціональними є припущення** стосовно довгострокової динаміки української економіки?

Насамперед, зазначимо, що середньорічні темпи зростання для України у понад 4% не видаються недосяжними. Так, в докризове десятиліття висхідні країни помітно перевищували вказаний показник (таблиця «*Прогнозні показники економічного зростання окремих регіонів*»⁸⁵).

Прогнозні показники економічного зростання окремих регіонів

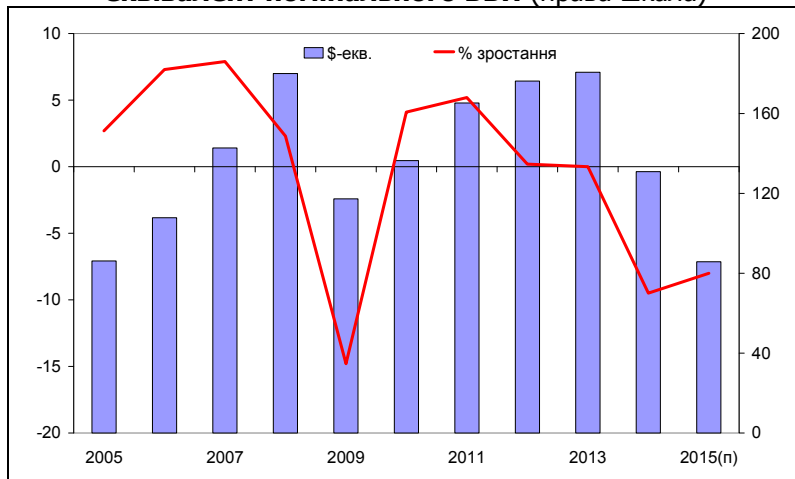
| | Середнє | | Прогноз | |
|--------------------------------------|-----------|------|---------|------|
| | 1997-2006 | 2015 | 2016 | 2020 |
| Загальний світовий | 4,0 | 3,5 | 3,8 | 4,0 |
| Висхідні країни загалом | 5,5 | 4,3 | 4,7 | 5,3 |
| Висхідні європейські країни | 4,1 | 2,9 | 3,2 | 3,4 |
| Медіанний рівень для висхідних країн | 4,4 | 3,5 | 3,9 | 4,0 |
| Україна | 4,6 | -5,5 | 2,0 | 4,0 |

В Україні ж у вказаний період темпи економічного зростання приблизно відповідали світовому медіанному рівню (дещо вищі, ніж середній рівень для європейських висхідних країн, при тому, що до 2000р. в країні продовжувалося падіння). Тому, щоб розрив у добробуті українців та європейців хоча б потроху почав скорочуватись, є підстави сподіватись, що вказане перевищення збережеться й наступними роками. Тобто, вірогідно, в довгостроковому сценарії розвитку України (на період до 2040р) **доречно зорієнтовуватись на середньорічне 4% зростання.**

Певні **ризики додаткових виплат** кредиторам пов'язані з **курсовою динамікою гривні**. Останніми роками спостерігалась досить значна «невідповідність» динаміки реального ВВП і динаміки доларового номінального ВВП – за відносної стабільності курсу номінальний ВВП у доларовому еквіваленті значно більше співвідноситься з номінальним ВВП у гривнях (а не динамікою реального ВВП) (2005-2008рр., 2011-2013рр.) (діаграма «*Реальне зростання і доларовий еквівалент номінального ВВП*»).

⁸⁵ IMF World Economic Outlook 2015. Останній прогноз опубліковано у квітні 2015р.

Реальне зростання (% до попереднього року, ліва шкала) і доларовий еквівалент номінального ВВП (права шкала)



Більше того, при зростанні ВВП збільшується номінальна вартість кожного проценту зростання, а з тим і номінальні величини процентних сплат. Так, за ВВП обсягом \$100 млрд., 1% «відновлення вартості» означає необхідність додаткових сплат в \$1 млрд., а за ВВП \$200 млрд. додаткові сплати вже складуть \$2 млрд.

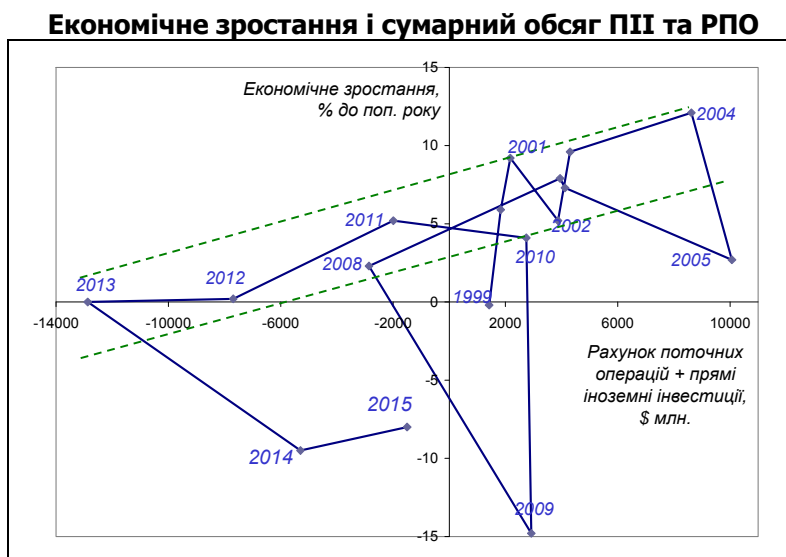
У такому контексті є підстави очікувати, що за стійкої позитивної динаміки економіки України **додаткові доларові виплати також демонструватимуть наростаючу тенденцію**, що, звичайно, буде обмежуючим чинником для розвитку країни.

Більше того, такі вилючення будуть послаблювати ще й інвестиційну привабливість країни. Нагадаємо, сьогодні рівень заощаджень, а відтак і рівень інвестицій в структурі ВВП України, є вкрай низьким – у 2014-2015рр., коли на споживання витрачається понад 90% ВВП, індекс «Інвестиції/ВВП» впав до 5-7% (для динамічних висхідних європейських країн вказаний індекс перевищує 20-25%, азійських – понад 30%, для Китаю взагалі наближається до 50%). Вірогідно, рівень заощаджень найближчими роками не зможе суттєво зрости.

Тому лише **приплив прямих іноземних інвестицій (ПІІ)** надасть країні інвестиційної міцності, а також сприятиме покращенню зовнішньоторговельного сальдо і сальдо рахунку поточних операцій (РПО), що в сукупності зможе підтримати стійку позитивну економічну динаміку.

Попередніми роками досить **високе економічне зростання Україна демонструвала переважно в ті роки, коли сумарний обсяг ПІІ та РПО перевищували \$2 млрд.** (діаграма «Економічне зростання і сумарний обсяг ПІІ та РПО»). Досягнення такого рівня не видається недосяжним, проте воно

вкрай ускладниться, якщо у країні додатково вилучатимуться «зароблені» ресурси.



Враховуючи поточну вкрай важку боргову ситуацію, Україна приймає **стратегічно** орієнтовані рішення, які **обмежені саме в поточному моменті**, і вимушена скористатися можливістю реструктуризації боргів (віддаючи очевидну перевагу **короткостроковим** політико-економічним сценаріям перед пошуком довгострокових перспектив). Однак, ратифікація угоди про реструктуризацію сприймається в українському суспільстві неоднозначно, **деякі з умов виглядають затяжкими для України**, і, вірогідно, в подальшому (при можливих наступних реструктуризаціях) вони б мали стати предметом більш прискіпливих переговорів з кредиторами, щоб не виникало враження про «відкачування» ресурсів розвитку за кордон.

Висновки і рекомендації для економічної політики

1. Боргова криза, в яку потрапила Україна, є прямим наслідком невваженої політики зовнішніх запозичень, яку з середини 2000-х років проводили уряди України з метою стимулювання споживання й отримання заради цього політичної підтримки з боку населення, а не спрямування ресурсів у сферу інвестицій та інновацій, що б формувало джерела економічного зростання і погашення боргових зобов'язань. Вказана криза визрівала в умовах невважених бюджетних витрат та надмірних запозичень, у т.ч. зовнішніх, які не лише підтримували неефективні виробництва, але й посилювали результати неефективного господарювання монополізованих приватних структур, близьких до влади, не здійснюючи при цьому на належному рівні модернізації та оздоровлення виробництва та ігноруючи зовнішньоекономічні ризики.

Така політика не враховувала встановлені економічною наукою об'єктивні обмеження для запозичень і стала **наслідком дефіциту стратегічного бачення у керівників держави та української бізнес-еліти.**

2. Серед макроекономічних чинників погіршення боргової ситуації країни, як правило, виокремлюються:

- **низький рівень внутрішніх заощаджень**, що може стати як чинником послаблення інвестиційного потенціалу, так і призвести до погіршення рахунку поточних операцій, фінансування якого потребує розширення доступу до зовнішніх ресурсів. В обох випадках, наслідком стане зростання вартості зовнішніх запозичень з відповідним погіршенням боргової позиції вже найближчими роками;
- **надмірне нарощування державних витрат**, зумовлене як підтримкою завищених (відносно наявних економічних можливостей) соціальних стандартів, так і наданням державної підтримки банкам чи державним монополістам, які ніби-то виконують стабілізаційну роль, хоча в дійсності поглинають практично необмежені обсяги імпортних ресурсів.

3. **Дефіцит державних фінансів, який супроводжується дефіцитом рахунку поточних операцій платіжного балансу** (зазвичай проявляється зовнішньоторговельним дефіцитом) веде до утворення т.зв. «подвійного дефіциту», що може значно ускладнювати реалізацію стабілізаційних програм чи програм економічного розвитку. Слід враховувати, що сальдо рахунку поточних операцій відбиває зміни не лише безпосередньо в експорті та імпорті, в т.ч. з-за змін обмінного курсу, але й у рівні національних заощаджень та інвестування, оподаткування, усвідомленням ризиків тощо.

Негативний характер **взаємозв'язку дефіциту державних фінансів і дефіциту рахунку поточних операцій** проявляється в тому, що:

- **єдиним джерелом фінансування зовнішньоторговельного дефіциту за відсутності надходження капіталу** (у вигляді

прямих інвестицій, позик, трансфертів тощо) лишаються **міжнародні (золотовалютні) резерви країни;**

- як наслідок – **значний бюджетний дефіцит виявляється вагомим чинником втрати міжнародних резервів країни.** При цьому, втрата резервів неминує призводити до девальваційного тиску на національну грошову одиницю, розбалансування грошово-кредитної сфери, зростання інфляції та інших негативних соціально-економічних наслідків.

4. Розширення державних витрат за низького рівня внутрішніх заощаджень означає, з одного боку, заміщення приватного капіталу (в результаті дії ефекту витіснення), з іншого – провокує нарощування податків. У будь-якому випадку відбувається скорочення виробництва, оскільки **підвищення податків депресивно впливає на стимули до праці, до інновацій та до інвестування**, що завдає країні додаткових збитків, гальмує економічну динаміку.

Поряд з цим, посилюються тенденції до розширення запозичень. Фінансування державних видатків за рахунок запозичень, хоча й підвищує ризики стосовно збалансованості державних фінансів, проте в багатьох випадках може навіть виступати у якості рекомендації для підвищення ефективності політики. Головним чином це зумовлено тим, що запозичення дозволяють як отримати додаткові ресурси для економічного стимулювання та уникнути небажаного підвищення податків, так і **оптимізувати структуру фінансового навантаження на державні фінанси**, посилити значимість фіскальної і боргової політики, сформулювати умови недопущення надмірного зростання боргової залежності, насамперед зовнішньої. І часто в контексті політики визначення обсягів **нових боргових запозичень** в країнах з виваженою економічною політикою виходять з того **принципу**, що такі залучення мають бути переважно **інвестиційними ресурсами**.

5. Особливо дискусійним залишається питання зовнішніх боргових запозичень і зовнішнього боргу. В **період економічного спаду** звернення **до зовнішніх джерел є бажаним**, оскільки не вилучає, а додає ресурси для стабілізації і відновлення економіки (що може приборкати скорочення сукупного попиту чи підвищити сукупні видатки).

Ефективне **використання запозичених ресурсів** для фінансування інвестицій (тим самим – нейтралізації ефекту витіснення) дає змогу впроваджувати **структурні зміни**, а з тим і стійке зростання в країні. Навпаки, нераціональність використання зовнішніх ресурсів створює такі боргові зобов'язання країни, які в майбутньому суттєво обмежують можливості держави з проведення економічної політики. Вагомість зовнішніх запозичень зростає в умовах обмеженості внутрішніх ресурсів (нестачі внутрішніх заощаджень) або більш сприятливих умов отримання ресурсів на міжнародних ринках (нижчі, порівняно з внутрішніми, зовнішні процентні ставки), хоча при цьому позичальники наражаються на ризики, пов'язані із глобальними

циклічними коливаннями, раптовими змінами вартісних показників стратегічно важливих фондових товарів, валютних курсів тощо.

В такому контексті, **короткостроковою метою** управління зовнішнім боргом є регулювання обсягів зовнішніх запозичень таким чином, щоб сукупний попит відповідав стану внутрішніх та зовнішніх рахунків країни. **Довгострокова** ж мета управління зовнішнім боргом полягає в утриманні зростання зовнішніх зобов'язань країни у межах її спроможності обслуговувати борги у середньо- і довгостроковій перспективі. Реалізація цих цілей дозволяє забезпечити відповідність зовнішніх запозичень цілям макроекономічної політики.

6. Політика зовнішніх запозичень виявила себе найбільш реалістичною саме в тих висхідних країнах, в яких усвідомили те, що **лише стійке економічне зростання дозволяє країні акумулювати належні ресурси** як для збалансованого розвитку, так і забезпечення платоспроможності, особливо в умовах поширення глобальних кризових процесів. У той час як країни із жорсткою бюджетною і монетарною політикою убереглися від руйнівних кризових шоків, багато висхідних країн залишались «заручниками» зорієнтованості на зовнішні ресурси – і чим глибшим було кризове падіння, тим більшою була зорієнтованість на боргові залучення.

Так, успішним європейським висхідним країнам, які лише нещодавно стали членами ЄС, вдалося уникнути оманливої спокуси нарощування зовнішніх боргів, ціна обслуговування яких зростала. Досвід зазначених країн істотно відрізняється від практики **України**, яка після валютного обвалу 2008-2009рр. так і **не спромоглася реалізувати політику структурних змін**, залишалася зорієнтованою на хибну енерговитратну, низькотехнологічну і напівсировинну експортну модель. Тому й потенціал сприяння експорту від тогочасного обвалу гривні швидко вичерпався, що поновило стрімке погіршення зовнішньоторговельного сальдо, а з тим – вимагало залучення нових додаткових зовнішніх фінансових ресурсів.

7. Останнє сповна стосується України, яка «обрала» для себе беззмисловну «боргозалежну модель», орієнтовану на споживання. «Завдяки» такій орієнтації, Україна стала «лідером» серед європейських країн не лише за глибиною економічного падіння, але й за рівнем нарощування боргів. Тобто країна, замість пошуку внутрішніх економічних джерел, пов'язаних із стимулюванням розвитку підприємництва та інновацій, які б сприяли зростанню конкурентоспроможності, надавала перевагу борговим коштам для поточного «латання» розривів в макроекономічній і фінансовій структурі. Як наслідок, на відміну від висхідних європейських країн, яким вдалося досить швидко приборкати боргові проблеми, Україна й надалі заглиблювалась в боргове провалля.

Боргова ситуація в Україні погіршуються тим, що, незважаючи на поступове зростання обсягів, внутрішні запозичення поки що не можуть скласти альтернативи зовнішнім ресурсам. Щоб внутрішні боргові інструменти виявилися дійсно привабливими, держава має забезпечити низьку

інфляцію та мінімізувати негативні девальваційні тенденції, що, з одного боку, сприятиме внутрішньому збалансуванню і підвищенню заощаджень, з іншого – хоча б частково, зможе зменшити валютні ризики.

8. Загалом це свідчить про те, що в Україні **проблема зовнішнього боргу є не просто результатом помилок в зовнішній економічній політиці, а ознакою глибокої структурної незбалансованості української економіки, що утворилася (у попередні роки) внаслідок хибних шляхів реформування в цілому.**

Серйозні зміни, які настали в світовій та європейській економіці під впливом глобальних фінансово-економічних потрясінь останнього часу, істотно загострили проблеми неадекватності міжнародної конкурентоспроможності економіки України, і внаслідок стрімкої інтенсифікації політичною кризою і військовою агресією Росії, вилилися в масштабну боргову кризу, яка поставила Україну на межу суверенного дефолту.

Заходи, що нині запроваджуються Урядом на шляху розв'язання боргової кризи, охоплюють стабілізацію державних фінансів через скорочення нераціональних витрат і реструктуризацію зовнішніх боргів, проведення комплексних структурних реформ для полегшення умов ведення бізнесу та стимулювання конкуренції – мають позитивну спрямованість для економіки України. Проте вони все ще є недостатньо послідовними для забезпечення стійкого розвитку країни. Пріоритети короткострокового балансування переважають над спроможністю визначати ключові напрями модернізації структури національної економіки та її нового місця в світовій економіці.

9. В умовах посилення боргових ризиків уряди країн-боржників намагаються вжити заходи, які б зменшили піки виплат у короткостроковій перспективі, стабілізувати сплати з обслуговування та виплати основної частини боргу в середньо- і довгостроковій перспективі. З цією метою найчастіше використовують рефінансування і реструктуризацію, що дозволяє погашати поточні зобов'язання за рахунок залучення нових ресурсів.

Враховуючи цьогорічну вкрай важку боргову ситуацію, Україна прийняла хоча й **стратегічно орієнтоване рішення**, проте зумовлене гостротою поточного періоду – скористатися можливістю реструктуризації боргів. Однак, ратифікація угоди про реструктуризацію сприймається в українському суспільстві неоднозначно, **деякі з умов виглядають зтяжкими для України**, і, вірогідно, в подальшому (при можливих наступних реструктуризаціях) вони б **мали стати предметом більш прискіпливих переговорів з кредиторами, щоб не виникло враження про «відкачування»** ресурсів розвитку за кордон. Принаймні сьогодні є потреби представлення формули реструктуризації таким чином, щоб був чітко означений **зв'язок між «списаними» боргами і економічною динамікою**, насамперед, в частині припливу прямих іноземних інвестицій, які б дозволили істотно збільшити обсяги продукування доданої вартості.

10. Коли йдеться про «розриви» у сфері державних фінансів, найчастіше мається на увазі **вилучення ресурсів у дієдатних та ефективних приватних економічних агентів**. Однак, для України в нинішній ситуації зрозуміло, що розширення дохідної частини (бюджету) можливе лише за рахунок маніпулювання та посилення податкового тиску, що є вкрай згубним для економічної динаміки.

На жаль, **боргова структура корпоративного (нефінансового) сектору залишається непрозорою** при тому, що в цьому секторі присутні як великі державні підприємства (в т.ч. «системного» монопольного характеру – «Нафтогаз», «Укрзалізниця», «Укравтодор» тощо), так і акціонерні та приватні підприємства, які мають державні пільги та/або гарантії. При цьому, важливе **джерело «заощаджень» бюджетних ресурсів**, пов'язаних з безконтрольними пільгами окремим підприємствам, насамперед у частині їх (пільг) впорядкування і раціоналізації, по суті, **належним чином не задіяне**. Йдеться про безумовний аудит (міжнародними аудиторськими компаніями або Рахунковою палатою) всіх суб'єктів господарювання, що користуються державними пільгами, на предмет відповідності способу використання пільг чи коштів, заощаджених від пільг. Результати аудиту мають стати публічними та розглядатися як обов'язкові для можливого отримання пільг наступного бюджетного року.

11. Наразі в сфері зовнішньої заборгованості України, не зважаючи на підтримку МФІ і найбільших розвинутих країн, а також реструктуризації певних комерційних боргів, спостерігається **висока невизначеність** стосовно потенціалу та динаміки зовнішніх запозичень. Можемо лише констатувати, що **без повноцінної стійкої співпраці з МВФ та іншими МФІ надходження коштів в Україну неможливе**, не кажучи вже про залучення приватних інвестицій. І така співпраця повинна активізуватись не лише в питаннях боргової проблематики, але й прискорення структурних трансформацій загалом.

Поряд із кардинальним реформуванням системи оподаткування в напрямі заохочення інвестування та інновацій, проведення реальної децентралізації державних фінансів та створення надійної фінансової бази місцевого самоврядування, стратегічно орієнтоване розв'язання проблеми зовнішніх боргів в Україні передбачає **реалізацію стратегічно орієнтованої політики розвитку сучасних галузей економіки, здатних виробляти товари з високим рівнем доданої вартості** й виходити на найбільш перспективні ринки збуту. Саме це є запорукою отримання ресурсів в такому обсязі, коли проблеми зовнішніх боргів в принципі перестануть бути предметом дискусій, а перетворяться на виключно технічний інструмент стимулювання розвитку. Для цього вказані **ключові напрями стратегічно орієнтованої політики розвитку мають стати предметом відкритого суспільного діалогу за участю як урядових структур, відповідальних за ці питання, так і впливових бізнес-асоціацій та інститутів громадянського суспільства**.

Аналітична доповідь

СІДЕНКО Володимир, ЮРЧИШИН Василь, МАРКЕВИЧ Катерина

**Борги: час брати і час віддавати.
Глобальні тенденції та виклики для України.**

Редактор *А.Пашкова*

Дизайнерський супровід *О.Шаптала*

Видавництво «Заповіт»

01011, Київ, вул. Панаса Мирного, 7-а, офіс 9.
e-mail: zapovit@gmail.com