

Сергій РИБАК, Ольга КАРАПЕТЯН

## АІ ДАІ АА НО<sup>2</sup>ЕЕ<sup>2</sup>НОУ ОЕДА-І Е: ЕВЕОАД<sup>2</sup> І О<sup>2</sup>І Р ААІ І В ОА І НІ АЕЕАІ НО<sup>2</sup> І АОІ АІ ЕІ А<sup>2</sup>

Обґрунтовано поняття боргової стійкості держави та теоретичні підходи до її оцінювання. Досліджено особливості методики визначення критичних значень боргових індикаторів. На основі методології імітаційного моделювання проведено прогнозні розрахунки динаміки державного боргу України. Оцінено вплив макроекономічних шоків і окремих політичних рішень на майбутню динаміку державного боргу та витрат на його обслуговування.

Ключові слова: борг, боргова стійкість, боргові індикатори, управління державним боргом, імітаційне моделювання, стрес-тести.

У сучасному світовому господарстві зовнішня заборгованість постає як важливий екзогенний чинник впливу на національну економіку, визначаючи її кількісні і якісні параметри, а також умови безпечного економічного розвитку. Пришвидшення процесів глобалізації та інтеграції світових фінансових ринків привело, з одного боку, до розширення доступу до позикових ресурсів і збільшення масштабів міжнародного кредитування, а з іншого – до посилення негативних наслідків через надмірні запозичення, порушуючи боргову стійкість та підвищуючи вразливість країни до зовнішніх шоків.

Наукове підґрунтя проблеми зовнішнього боргу заклали визначні зарубіжні та вітчизняні вчені: Т. Вахненко, О. Барановський, О. Гаврилюк, А. Гальчинський, О. Заруба, В. Лісовенко, І. Лютий, В. Новицький, В. Шевчук, В. Федосов, С. Юрій.

Серед зарубіжних науковців проблемі управління зовнішнім боргом у контексті забезпечення боргової стійкості держави приділили увагу Н. Будіна, В. Бюітер, Л. Спавента, М. Флавін, Дж. Хамільтон.

Комплементарність цієї проблеми вказує на те, що державна заборгованість у контексті забезпечення боргової стійкості держави мало висвітлена у фінансовій науці і потребує ґрунтовних досліджень. Зокрема, подальшого опрацювання потребує визначення концептуальних засад боргової стійкості держави, врахування ймовірності впливу макроекономічних шоків на боргові показники, які обумовлюють боргову стійкість, методика визначення критичних значень боргових індикаторів, враховуючи рівень розвитку ринкових інститутів, та особливості економічної політики у конкретній державі.

Зростаюча нестабільність глобальних фінансових ринків, відсутність єдиного підходу та методики розрахунку боргових показників і прозорості в системах інформації щодо державної заборгованості ставлять під сумнів правильність критеріїв, які використовуються для оцінювання безпечного рівня державного боргу.

Управління зовнішнім державним боргом неможливо реалізувати без оцінювання й аналізу боргової стійкості, яка дає змогу забезпечити об'єктивність інформації та позитивно впливає на якість прийняття управлінських рішень щодо зовнішнього боргу. Світовий досвід показує, що оцінка ліквідності і платоспроможності держави

характеризує стан зовнішнього боргу з позиції короткострокової перспективи, а оцінка боргової стійкості характеризує стабільність фінансової діяльності держави у сфері зовнішніх запозичень з позиції довгострокової перспективи. Показники ліквідності і платоспроможності держави характеризують здатність погашати і обслуговувати державні зовнішні боргові зобов'язання перед іноземними кредиторами. Крім того, ліквідність і платоспроможність – це зовнішній прояв боргової стійкості суверена.

Поняття “боргової стійкості”, на відміну від поняття “платоспроможності”, крім здатності країни-позичальника виконувати реальні боргові зобов'язання, відображає ще й готовність країни платити, а кредиторів – продовжувати розпочате ними кредитування. Варто зазначити, що досягнення країнами-позичальниками стану боргової стійкості є основним критерієм, що визначає рішення, які приймає Паризький клуб кредиторів і міжнародні фінансові організації з метою врегулювання заборгованості суверенних дебіторів.

Боргову стійкість (debt sustainability) доцільно розглядати як такий стан обсягу і структури заборгованості, який дозволяє країні-позичальнику виконувати поточні і майбутні зобов'язання щодо її обслуговування, і виключає необхідність вдаватися до списання чи реструктуризації заборгованості.

Західна фінансова думка визначає два підходи до оцінювання боргової стійкості держави:

1) вважається, що боргова позиція держави є стійкою, якщо відношення державного боргу до ВВП перебуває на незмінному рівні або через певний період часу знижується (О. Бланкарт, В. Бюітер, Н. Будіна, С. Вайнберген та ін.);

2) забезпечення боргової стійкості держави вимагає не обмеження рівня державного боргу, а стримування у довгостроковій перспективі темпів його зростання (Л. Славента, Д. Хамільтон, М. Флавін).

Необхідність утримання співвідношення боргу і ВВП на постійному рівні або обмеження темпів його зростання для утримання боргової стійкості аргументується тим, що постійно зростаюча сума державного боргу невдовзі може досягти деякого ліміту, який буде сприйматися учасниками фондового ринку як поріг платоспроможності (ефект “боргового навісу” (debt overhang)). В умовах, коли співвідношення борг / ВВП послідовно збільшується, реальні процентні ставки в країні будуть зростати. Уряд може намагатися збільшити рівень оподаткування або вжити інші заходи для забезпечення обслуговування боргового тягаря. Такі заходи будуть дестимулююче впливати на економічне зростання. Темпи зростання спочатку уповільняться, а потім обсяг реального ВВП знижуватиметься, що буде сприяти ще більшому зростанню коефіцієнта борг / ВВП.

Зміст і результативність управління державним зовнішнім боргом залежать від обґрунтованої системи показників, які характеризують стійкість зовнішнього боргу. На сьогодні актуальною залишається проблема відсутності чітких критеріїв і системи показників боргової стійкості, причому не тільки в Україні, але й у міжнародному масштабі.

Стрижневим елементом методики оцінювання боргової стійкості є визначення критичних значень боргових індикаторів, перевищення яких вказує на високу ймовірність реструктуризації боргу чи дефолту уряду. При визначенні таких значень міжнародні фінансові організації (МФО) беруть за основу боргові показники країн, які без проблем обслуговували накопичені борги або ж стикалися із труднощами виконання наявних боргових зобов'язань.

В основу такого підходу було покладено висловлювання відомого вченого М. Де Мело: “Якщо країна обслуговувала борг за певного рівня заборгованості, вираженого у відсотках до ВВП, експорту чи бюджетних доходів, і цей рівень не збільшується, то країна матиме бажання і буде спроможною продовжувати обслуговувати свій борг” [1, 264].

На основі досліджень, проведених фахівцями МВФ, обґрунтовано і встановлено, що своєрідною “точкою відсікання”, яка позначає середній рівень боргового коефіцієнта на рік, який передував року виникнення боргових ускладнень, для країн з низьким і середнім рівнем доходів є рівень 43% ВВП [2, 19].

Проте МВФ вказує на те, що такий рівень не може виконувати роль еталону для всіх країн, незалежно від їхніх внутрішніх економічних умов. Рівень розвитку ринкових інститутів і якість економічної політики є ключовими факторами впливу на рівень “прийнятності” заданої величини державного боргу. Так, країни зі слабкими інститутами і неадекватною економічною політикою з високою ймовірністю зазнають боргової кризи при значно нижчих показниках державного боргу, оскільки не спроможні використовувати залучені кошти з належним ступенем ефективності.

Отже, критичні значення боргових індикаторів повинні встановлюватися залежно від якості економічної політики та рівня розвитку ринкових інститутів (фахівці МВФ пропонують значення, наведені в табл. 1).

*Таблиця 1*

**Граничні значення показників обсягу державного боргу та витрат на його обслуговування (за методологією МВФ), % [3]**

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

Щодо конкретних країн, то, наприклад, у Новій Зеландії верхній ліміт для валового державного боргу законодавчо встановлено на рівні 30% ВВП у середньому впродовж економічного циклу. Загалом світове співтовариство визнано, що економічно прийнятний рівень державного боргу для країн з перехідною економікою і країн, що розвиваються, суттєво нижчий, ніж для розвинутих країн. Це зумовлено тим, що ступінь вразливості до дії зовнішніх шоків є вищим для таких країн. При накопиченні значного обсягу зовнішніх зобов'язань ці країни більшою мірою підпадають під дію “ефектів зараження”, пов'язаних із нестабільністю міжнародних потоків капіталу.

Зокрема, наприкінці 2008 р. поширення міжнародних “ефектів зараження” на економіку України відбувалося за такими основними каналами:

Загальні шоки: падіння світових цін на металопродукцію і підвищення спредів за борговими зобов'язаннями у країнах практично усіх регіонів світу (зокрема, Азії, Європи,

Латинської Америки, Африки), а особливо в Україні, погіршували фінансовий стан національних виробників і звужували їхні можливості щодо обслуговування зовнішньоторгових зобов'язань. Так, за станом на 01. 03. 2009 р. спред ЕМВІ + Україна зріс до безпрецедентно високого рівня у 3379 б. п., а різниця між зазначеним показником і ЕМВІ + спред розширилася до 2733 б. п. В таких умовах залучити додатковий капітал було практично неможливо.

Торговельні шоки: стагнація економік крупних торговельних партнерів України зменшувала їхній попит на товари національного експорту, що призводило до відпливу капіталів, падіння цін на внутрішні активи і спекулятивних атак на валюту.

Експортоорієнтована модель економічного зростання з переважанням низько технологічного експорту виявилась дуже вразливою щодо спалаху світової кризи і раптових змін кон'юнктури на світових ринках, викликаних сповільненням зростання економік країн-основних партнерів України, сумарна частка яких в її зовнішньоторговельному обороті перевищує 50%. Ризики зменшення обсягів експорту товарної продукції посилилися через прямі чи непрямі протекціоністські заходи країн-партнерів, які вживаються ними в рамках антикризової політики. Кризові явища у світовій економіці та економіці України спричинили суттєве сповільнення припливу прямих іноземних інвестицій (ПІІ).

Фінансові шоки: фінансові кризи у провідних країнах світу спонукали міжнародних інвесторів реструктурувати власні портфелі відповідно до вимог ліквідності, мотивів ризик-менеджменту та ін.; в умовах загального зниження цін на активи інвестори схильні до "скидання" найменш надійних активів, дохідність яких – найбільш нестабільна.

Інформаційні ефекти: валютні кризи в деяких країнах Східної і Центральної Європи "посиляли сигнали" спекулянтам про можливості девальвації валют у інших країнах регіону; в таких умовах фінансово вразлива економіка України стала об'єктом інфікування і переоцінки перспектив національної валюти [5, с. 9].

Експерти МВФ справедливо вказують на те, що застосовувати граничні показники державного боргу до умов конкретної країни необхідно з обережністю. Жоден граничний показник не дозволяє з високою точністю визначити той поворотний пункт, починаючи з якого борг країн стає економічно неприйнятним, оскільки це суттєво залежить від властивих країні конкретних факторів і обставин (крім коефіцієнта заборгованості). Наприклад, більш високі боргові коефіцієнти викликають менше занепокоєння у країнах з високими темпами зростання експорту, високим відношенням експорту до ВВП і значною часткою боргу в національній валюті у загальній сумі державного боргу [6, 13].

Для дослідження наслідків поточної політики і впливу майбутніх економічних шоків на стан боргової стійкості, а також визначення ризикових факторів для динаміки показників державного боргу України ми провели прогнозні розрахунки на основі методології імітаційного моделювання.

Згідно з базовими допущеннями моделі головними факторами, які впливають на відносні показники державного боргу, є дефіцит державного бюджету; рівень відсоткових ставок за позиками; накопичений обсяг боргових зобов'язань держави; рівень розвитку фінансових ринків та можливості залучення позичкових коштів із внутрішніх і зовнішніх джерел; динаміка інфляційних процесів і обмінного курсу; темпи зростання реального ВВП.

В основу економіко-математичної моделі, яка дає змогу оцінити вплив макроекономічних та інституційних факторів на розмір державного боргу і величину

витрат на його обслуговування, покладено такі співвідношення між макроекономічними та фінансовими показниками:

$$DDS_t = DD_{t-1} \times \sum_{j=1}^m i_{t-j+1} / m / 100, \quad (1)$$

де  $DDS_t$  – обслуговування внутрішнього державного боргу у поточному періоді;  
 $DD_{t-1}$  – обсяг внутрішнього державного боргу на кінець попереднього року;  
 $i_{t-j+1}$  – номінальна відсоткова ставка за внутрішніми державними позиками у період  $t-j+1$ ;  
 $m$  – середня строковість внутрішніх боргових зобов'язань уряду в поточний період.

$$EDS_t = ED_{t-1} \times \sum_{j=1}^m i_{t-j+1} / m / 100, \quad (2)$$

де  $EDS_t$  – обслуговування зовнішнього державного боргу у поточний період, дол. США;  
 $ED_{t-1}$  – обсяг зовнішнього державного боргу на кінець попереднього року, дол. США;  
 $i_{t-j+1}$  – номінальна відсоткова ставка за зовнішніми державними позиками у період  $t-j+1$ ;  
 $m$  – середня строковість зовнішніх боргових зобов'язань уряду в поточний період.

$$DD_t = DD_{t-1} - k \times S_t, \quad (3)$$

де  $DD_t$  – обсяг внутрішнього державного боргу на кінець поточного року;  
 $DD_{t-1}$  – обсяг внутрішнього державного боргу на кінець попереднього року;  
 $k$  – частка дефіциту Державного бюджету, що фінансується з внутрішніх джерел;  
 $S_t$  – сальдо Державного бюджету.

$$ED_t = ED_{t-1} - l \times S_t / e_t, \quad (4)$$

де  $ED_t$  – обсяг зовнішнього державного боргу на кінець поточного року, дол. США;  
 $ED_{t-1}$  – обсяг зовнішнього державного боргу на кінець попереднього року, дол. США;  
 $l$  – частка дефіциту Державного бюджету, що фінансується із зовнішніх джерел;  
 $S_t$  – сальдо Державного бюджету, грн.;  
 $e_t$  – середньорічний обмінний курс гривні до дол. США у поточному періоді.

Імітаційне моделювання обсягу державного боргу України (з визначенням основних складових: прямого зовнішнього боргу, прямого внутрішнього боргу, гарантованого боргу) та ключових боргових індикаторів України проводилося за базовим сценарієм, сценарієм утримання високого дефіциту бюджету, сценарієм поглиблення і тривалого перебігу економічної кризи та сценарієм трансформації основних умовних зобов'язань уряду в державний борг. Останні три сценарії мали форму однофакторних стрес-тестів динаміки державного боргу і витрат на його обслуговування.

При розробці стрес-тестів боргової динаміки ключовим завданням було визначення макроекономічних і фінансових подій, які з високою ймовірністю можуть реалізуватися у майбутньому і матимуть негативний вплив на боргові показники. Вибір цих подій має достатнє економічне обґрунтування і ґрунтується на ретроспективних даних або перспективних оцінках (прогнозах).

На I етапі дослідження було проведено прогнозні розрахунки динаміки державного

боргу України та ключових боргових індикаторів країни за базовим сценарієм, який ґрунтується на допущеннях помірної тривалості і глибини економічної кризи, керованої девальвації національної валюти (до рівня 8,05 грн./дол. на кінець 2011 р.), а також утримання дефіциту державного бюджету на рівні 3% ВВП у 2011 р. з подальшим зниженням до рівня 1,5% ВВП.

На основі методології імітаційного моделювання було визначено, що економічне зростання відновиться у 2011 р. і триватиме до кінця періоду прогнозування. Найбільш динамічно реальний ВВП зростатиме у 2012 і 2013 рр. із щорічним темпом 6,5% і 6,2%.

Обмежений потенціал позичкового фінансування дефіциту бюджету у кризових умовах спонукатимуть уряд до утримання дефіциту бюджету на рівні 3% ВВП у 2011 рр., незважаючи на стрімке зниження доходів бюджету у реальному вираженні. Внаслідок відновлення економічного зростання у 2011 р. та проведення Урядом зваженої бюджетної політики знизиться дефіцит бюджету до рівня 1,5% ВВП у 2014–2015 рр.

Проведені розрахунки вказують на те, що при реалізації подій за наведеним сценарієм обсяг витрат на обслуговування державного боргу (зовнішнього боргу – включно) перебуватиме у прийнятних межах. Частка відсоткових виплат у доходах Зведеного бюджету становитиме 8% у 2011 р., 9,6% у 2012 р. та поступово знижуватиметься і становитиме 7% у 2015 р. Максимальне співвідношення витрат на обслуговування державного боргу до ВВП спостерігатиметься у 2012 р. – 2,5%, а мінімальне у 2015 р. – 1,8%. На виплату відсотків за зовнішнім державним боргом у період 2011–2015 рр. витратитиметься не більше 2,7% надходжень від експорту товарів і послуг (табл. 2).

В ході дослідження ми припускали, що реалізація неочевидних умовних зобов'язань уряду, пов'язаних зі стабільністю банківської системи, коштуватиме бюджету 50 млрд. грн. у 2010 р. Ці витрати будуть профінансовані за рахунок емісії ОВДП, що відобразатиметься відповідним чином на обсягах внутрішнього державного боргу.

Вразливість економіки країни до дії зовнішніх шоків вважається суттєвим фактором, який може погіршити спроможність уряду обслуговувати накопичені борги. У середньостроковій перспективі боргова стійкість може підтримуватися лише у випадку, коли економіка демонструє адекватне зростання доходів, надходжень до бюджету та експортної виручки.

Сценарій макроекономічного шоку оцінювання боргової стійкості України ґрунтується на припущеннях про більш глибокий і тривалий економічний спад (порівняно з базовим сценарієм), більш суттєву девальвацію національної валюти, утримання більш високих темпів інфляції, більш різке падіння доходів бюджету і експортної виручки, а також встановлення більш високих відсоткових ставок за внутрішніми і зовнішніми державними позиками.

При реалізації подій за сценарієм макроекономічного шоку обсяг витрат уряду на обслуговування державного боргу, хоча й суттєво збільшиться, порівняно з базовим сценарієм, але не перевищуватиме критичних значень. На відсоткові виплати відволікатиметься 10% доходів бюджету у 2013–2014 рр., з поступовим зниженням до 8,8% у 2015 р. Максимальне співвідношення витрат на обслуговування державного боргу до ВВП спостерігатиметься у 2013 р. – 2,6%, що перебуває у межах допустимих значень. На виплату відсотків за зовнішнім державним боргом у період 2010–2015 рр. витратитиметься 1,5%–2,5% надходжень від експорту товарів і послуг.

Таблиця 2

Оцінка боргової стійкості України\*

Базовий сценарій							
	2009 р.	2010 р.	2011 р.	2012 р.	2013 р.	2014 р.	2015 р.
<b>I. Основні макроекономічні показники</b>							
Темп зростання реального ВВП, %	-14,8	-3,1	4,5	6,5	6,2	5,7	5,2
Темп інфляції, % у середньому за рік	15,9	9,4	8,9	7,9	6,8	6,5	6,5
ВВП у поточних цінах, млрд. грн.	913	1078	1253	1476	1694	1907	2137
Валютний курс, середньорічний, грн./дол.	7,79	7,94	8,0	8,1	8,3	8,5	8,6
Валютний курс, на кінець року, грн./дол.	7,99	7,96	8,05	8,2	8,4	8,5	8,7
Доходи Зведеного бюджету, % ВВП	29,9	29,3	28,5	26,1	25,8	25,6	25,5
Доходи Державного бюджету, % ВВП	23,0	22,6	21,7	20,4	20,3	19,2	19,1
Сальдо Зведеного бюджету, % ВВП	-3,7	-6,0	-3,1	-2,5	-2,0	-1,5	-1,5
Відсоткові ставки за державними позиками, % у валюті позики							
– внутрішні державні позики	19,8	14,2	9,5	10,1	10,7	9,5	9,1
– зовнішні державні позики	5,2	5,7	5,6	6,8	6,5	6,3	6,2
Експорт товарів і послуг, млрд. дол. США	54,3	69,0	74,4	82,3	90,7	95,9	100,9
<b>II. Витрати на обслуговування державного боргу</b>							
Виплата відсотків за внутрішніми державними позиками, млрд. грн.	4,7	10,2	14,9	15,3	19,0	21,1	21,8
Виплата відсотків зовнішнім кредиторам, млрд. грн.	4,4	4,0	8,1	13,3	17,9	15,7	16,6
Видатки бюджету для виплати відсотків за державним боргом, % ВВП	1,0	1,3	2,3	2,5	2,2	1,9	1,8
Видатки бюджету для виплати відсотків, % доходів Зведеного бюджету	3,3	4,5	8,0	9,6	8,4	7,5	7,0
Видатки бюджету для виплати відсотків, % доходів Державного бюджету	4,3	5,8	10,5	12,3	10,7	10,0	9,4
Обслуговування зовнішнього державного боргу, % експорту товарів і послуг	1,0	0,7	2,2	2,7	2,1	1,9	1,9
<b>III. Обсяг державного боргу, на кінець року</b>							
Внутрішній прямиий державний борг, млрд. грн.	91,1	141,7	173,2	191,6	208,6	222,9	238,9
Зовнішній прямиий державний борг, млрд. дол.	17,0	22,8	25,1	27,4	29,5	31,1	33,0
Прямиий державний борг, % ВВП	24,8	30,0	30,0	28,2	26,9	25,6	24,6
Гарантований державний борг, млрд. грн.	90,9	108,8	178,6	178,1	176,1	174,1	171,1
Державний борг (прямиий і гарантований), % до ВВП	34,6	40,1	44,2	40,3	37,3	34,7	32,6
Державний борг (прямиий і гарантований), % доходів Зведеного бюджету	115,7	136,8	155,2	154,4	144,6	135,6	128,0
Державний борг (прямиий і гарантований), % доходів Державного бюджету	150,4	177,3	203,8	197,5	183,8	180,7	170,6
Зовнішній прямиий державний борг, % експорту товарів і послуг	31,3	33,1	33,8	33,3	32,5	32,5	32,7

\* Власні розрахунки

Допущення сценарію макроекономічного шоку щодо зростання гарантованого державного боргу та прийняття урядом неочевидних умовних зобов'язань не відрізняються від допущень базового сценарію.

Отже, тривалий перебіг економічної кризи, суттєве зниження національного виробництва і дестабілізація фінансової системи, навіть при утриманні урядом помірною

дефіциту бюджету (на рівні до 2% ВВП), проведенні зваженої політики надання державних гарантій і трансформації незначної частини неочевидних умовних зобов'язань у прямий державний борг матиме своїм наслідком перевищення державним боргом України критичного значення 40% ВВП. Тобто основні проблеми щодо боргового навантаження при реалізації сценарію макроекономічного шоку полягатимуть у недостатності економічного потенціалу та фінансових можливостей для погашення накопичених боргів.

Наступний сценарій оцінювання боргової стійкості України засновано на макроекономічних передумовах базового сценарію, проте зроблено додаткове припущення про збільшення дефіциту бюджету до рівня 6% ВВП у 2010 р., і 4,5–5% ВВП у 2011–2012 рр. При проведенні прогнозних розрахунків враховано, що суттєвий дефіцит бюджету негативно позначається на рівні відсоткових ставок, на цінових процесах та динаміці обмінного курсу національної валюти.

На основі прогнозів фахівців МВФ та оцінюючи поточну економічну ситуацію в Україні, ми допускали, що темпи інфляції становитимуть 11,2% у 2011 р., із поступовим незначним зниженням до 10,2% у 2015 р. Відсоткові ставки за внутрішніми державними позиками у зв'язку з високими інфляційними ризиками дещо перевищуватимуть рівень відсоткових ставок за базовим сценарієм.

Згідно з припущеннями прогнозу політика надання державних гарантій і управління умовними зобов'язаннями уряду не відхилятиметься від курсу, закладеного у базовому сценарії, в результаті чого рівень сумарного державного боргу відносно ВВП підвищиться до 45,2% у 2012 р. із поступовим зниженням до 42,9% у 2014 р. і 40,7% у 2015 р.

Четвертий сценарій оцінювання боргової стійкості України ґрунтується на макроекономічних передумовах базового сценарію, проте враховує більш активне втручання уряду у ринкові процеси з метою недопущення колапсу кредитно-розрахункової системи, відвернення банкрутства системоутворюючих суб'єктів господарювання, забезпечення підтримки підприємств і банків з часткою державної власності у кризових умовах.

У рамках цього сценарію додатково враховано факт прийняття урядом зовнішніх боргів державних підприємств у сумі 4,1 млрд. дол. (2010 р.). Ми враховували, що у період економічної кризи Уряд нестиме відповідальність за врегулювання найбільш актуальних умовних зобов'язань, невиконання яких загрожує колапсом банківської системи чи банкрутством стратегічно важливих підприємств, які перебувають у державній власності.

Тобто у рамках цього сценарію враховано високу ймовірність трансформації очевидних і неочевидних умовних зобов'язань уряду України у державний борг. Наші розрахунки вказують на те, що у такому випадку наша держава буде продовжувати перебувати у стані боргової нестійкості: на кінець 2010 р. сумарна величина державного боргу сягне 49,8% ВВП, а у 2011 р. вона дещо знизиться – до 43,9% ВВП. Величина державного боргу України в доходах державного бюджету становитиме 359% у 2010 р., 334% у 2011 р.

Прогнозні розрахунки показують: якщо уряд інтенсивно перекладатиме на державний бюджет свої умовні зобов'язання, то на виплату відсотків за державним боргом має бути спрямовано 1,3–2% ВВП у період 2010–2012 рр. з максимальним значенням у 2013 р. – 2,2% ВВП. На виплату відсотків за державним боргом до 2015 р. відволікатиметься 5,8–10,9% доходів Державного бюджету. Лише обслуговування



зовнішнього державного боргу відносно експорту товарів і послуг матиме помірні значення – 0,7–2,4%.

Актуалізація проблематики умовних зобов'язань уряду пов'язана в основному з надмірними нерегульованими запозиченнями корпоративного сектору економіки. Валютна і банківська криза в Україні 2008–2009 рр., втрата доступу до міжнародного ринку капіталів і неспроможність суб'єктів національної економіки розрахуватися із зовнішніми кредиторами стали свідченням нестійкості сукупного зовнішнього боргу України.

На основі проведених прогнозних розрахунків та імітаційного моделювання боргових індикаторів нашої держави можна зробити такі *висновки*: тенденція до зростання відносних показників державного боргу України, особливо за наявності значного обсягу високоризикових умовних зобов'язань уряду, погіршує перспективи боргової стійкості нашої держави.

Проведений аналіз боргової стійкості дає змогу виявити основні економічні ризики та умови, при яких рівень боргу та інші боргові індикатори перебуватимуть на прийнятному рівні.

Запропонована методика оцінювання боргової стійкості України та результати прогнозних розрахунків створюють підґрунтя для вироблення ефективних рішень політики державних запозичень та управління борговими зобов'язаннями уряду. Вони дають змогу співвідносити потреби у залученні позичкових коштів з поточними і потенційними можливостями уряду обслуговувати накопичені борги, які можуть змінюватися залежно від конкретних обставин. Загалом тактичне і стратегічне управління зовнішнім державним боргом України, перш за все, має бути спрямоване на досягнення боргової стійкості.

Наявність загроз для збереження боргової стійкості нашої держави у середньостроковій перспективі вимагає від уряду проведення зваженої політики державних запозичень, утримання помірною дефіциту бюджету, недопущення девальвації національної валюти, оздоровлення банківської системи та вжиття структурних заходів для відновлення економічного зростання.

### Література

1. De Melo. *Fiscal Adjustment in High-Debt Countries* / De Melo // *Ricerche Economiche*. 1990. – n. 2-3, – p. 251–272.
2. *International Monetary Fund and International Development Association. Debt Sustainability in Low-Income Countries – Proposal for an Operational Framework and Policy Implications*. – February 3, 2004 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/np/pdr/sustain/2004/020304.htm>
3. *Debt Sustainability in Low-Income Countries – Proposal for an Operational Framework and Policy Implications* / Міжнародний валютний фонд [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/np/pdr/sustain/2004/020304.htm>
4. Аналітична записка “Аналіз фондового ринку” за березень 2009 року / Національний банк України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/Publication/Analytical.Htm>
5. Вахненко Т. П. Фінансова криза в Україні: фактори, механізми дії, заходи подолання / Т. П. Вахненко // *Фінанси України*. – 2008. – №10. – С. 3–21.
6. Дазєкин К. Какой уровень долга можно считать слишком высоким? / К. Дазєкин. // *Финансы и развитие*. – 2002. – №12. – С. 12–14.

Редакція отримала матеріал 24 березня 2011 р.