Ольга КАРАПЕТЯН

УПР ВЛІННЯ ДЕРЖ ВНИМ ЗОВНІШНІМ БОРГОМ: МЕТОДОЛОГІЯ ОЦІНКИ БОРГОВОЇ СТІЙКОСТІ

Обґрунтовано поняття боргової стійкості держави та проведено його теоретичний аналіз. Досліджено боргові показники, які використовуються міжнародними фінансовими організаціями. Систематизовано та розраховано основні індикатори боргової стійкості України та їх порогові значення. Проведено аналіз динаміки показників боргової стійкості України та окреслено тенденції розвитку боргової політики.

Проблема державного зовнішнього боргу ретельно обговорюється протягом багатьох років як на національному, так і на міжнародному рівнях, оскільки окрім надходжень від податків, державні запозичення завжди були дуже важливим джерелом доходів. Беззаперечним фактом є те, що ефективне управління державним боргом може стати могутнім чинником економічного зростання. З іншого боку, криза державної заборгованості може стати серйозним негативним чинником економічного і політичного значення.

Наукове підґрунтя проблеми зовнішнього боргу закладено визначними зарубіжними та вітчизняними вченими. Різні її аспекти досліджені у роботах українських вчених-фінансистів, зокрема, у працях Барановського О.І., Василика О.Д., Вахненко Т.П., Геєця В.М., Козюка В.В., Кравчук Н.Я., Кучер Г.В., Лісовенка В.В., Луцишин З.О., Лютого І.О., Новицького В.Є., Плотнікова О.В., Федосова В.М, Юрія С.І. Серед західних вчених визначне місце займають праці Р. Барро, П. Елворта, Дж. Кейнса, А. Лернера, А. Сміта, Дж. Стігліца, П. Харрода та ін.

Управління державним зовнішнім боргом неможливо реалізувати без оцінки і аналізу боргової стійкості, що дозволить забезпечити об'єктивність інформації, яка справлятиме позитивний вплив на якість управлінських рішень у сфері зовнішнього боргу. Мова йде, передусім, про питання визначення боргової політики (особливо боргової стратегії), пріоритетів державної боргової політики.

Основний чинник застосування оцінки боргової стійкості – можливість використання ключових кількісних показників, за допомогою яких можна об'єктивно і достовірно оцінити характер і якість управління державним зовнішнім боргом.

Зміст і результативність управління державним зовнішнім боргом залежить 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 і в міжнародному масштабі.

Не претендуючи на вичерпний перелік і достовірну коректність показників, ми спробуємо сформулювати та розрахувати показники, які визначають боргову стійкість України.

Передусім розкриємо поняття «боргова стійкість», розглянувши його в макроекономічному контексті.

Світовий досвід свідчить, що оцінка боргової стійкості включає в себе два напрямки: оцінку ліквідності і платоспроможності та оцінку боргової стійкості суверена. Причому 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 зовнішньоборгові зобов'язання перед кредиторами. Крім того, ліквідність і платоспроможність представляє собою зовнішній прояв боргової стійкості суверена. Під ліквідністю державних боргових зобов'язань розуміють їх здатність трансформуватися в грошові кошти.

Платоспроможність (solvency), як економічне поняття, відображає здатність країни-позичальниці виконувати зобов'язання щодо погашення і обслуговування нагромадженого боргу. В економічній науці платоспроможність розглядають як важливий чинник, який визначає наявність або відсутність у позичальника боргових проблем. Жодною мірою не заперечуючи класичний підхід, ми пропонуємо

© , 2008.

при розгляді даного питання дещо змістити акценти, а саме: підтримка країною-позичальницею платоспроможності – необхідна, але ще недостатня умова для своєчасного і повного виконання узятих на себе боргових зобов'язань.

Поняття боргової стійкості, на відміну від поняття платоспроможності, крім здатності країни-позичальниці виконувати реальні боргові зобов'язання, відображає ще і готовність країни платити, а кредиторів – продовжувати розпочате ними кредитування. Слід зазначити, що досягнення країнами-позичальницями 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-позичальниці виконувати поточні і майбутні зобов'язання щодо її обслуговування, і виключає необхідність вдаватися до списання чи реструктуризації заборгованості.

Експерти Світового банку виділяють три основні чинники, які визначають боргову стійкість країни-дебітора:

1) нагромаджений обсяг зовнішнього боргу і умови його погашення;

2) динаміка економічного розвитку країни (себто зміна обсягів виробленого продукту, експорту і податкових надходжень);

3) динаміка, структура (тобто співвідношення пільгових і непільгових кредитів, а також грантів) і умови залучення «нового зовнішнього фінансування» [1] .

Крім того, експертами виділяється, в якості аспекту, який суттєво впливає на боргове становище дебітора, ступінь «чутливості» платоспроможності країни до негативної зовнішньої дії «чинників вразливості» (vulnerability factors), зокрема, валютного і процентного ризиків, зміні кон'юнктури товарних ринків ін.

Підтримання боргової стійкості, на сьогодні, названо світовим фінансовим співтовариством як одне із ключових завдань досягнення цілей у сфері економічного розвитку на рубежі тисячоліть. Більш того, Світовим банком і МВФ була розроблена нова ініціатива, відома під назвою «Нова основа аналізу боргової стійкості», яка передбачає уникнення нової кризи заборгованості внаслідок кредитування країн з низькими доходами. Дана основа – це дальновидний підхід, який передбачає більш системний характер аналізу здатності країн-боржників погашати свої богові зобов'язання, причому ситуація повинна аналізуватися ще до затвердження нових позик.

Відповідно до даної ініціативи, при визначенні обсягу кредитування суверена необхідно враховувати наступні чинники:

- ефективність боргової політики і якість інституційної системи;
- потенційні потрясіння, які можуть спровокувати труднощі щодо погашення позик країнами;
- рівень заборгованості і її обслуговування.

У відношенні країн, які проводять продуману боргову політику, одначе рівень заборгованості яких досить високий і нові позики поставили б під загрозу боргову стійкість держави, аналітична основа передбачає кредитування на більш пільгових умовах або у вигляді грантів.

Реалізація даної ініціативи буде здійснюватись окремо від ініціативи відносно бідних країн з високим рівнем заборгованості (ХІПК), в рамках якої тягар заборгованості 27 країн з низьким рівнем доходів буде скорочено на 53 млрд. дол. США. Ініціатива ХІПК представляє собою програму скорочення заборгованості, у той час як основа аналізу боргової стійкості – це превентивний підхід щодо надання допомоги країнам в розробці власних стратегій запозичень, основною ціллю яких буде підтримання боргової стійкості на довгострокову перспективу [2].

Найважливішим напрямом проведення вказаної оцінки стало активне застосування «боргових індикаторів» (коефіцієнтів), що використовуються для оцінки здатності країни-дебітора (центрального уряду і господарюючих суб'єктів) виконувати зобов'язання щодо погашення і обслуговування нагромадженого обсягу зовнішнього боргу. Міжнародні фінансові організації (МБРР, МВФ) і країни-члени Паризького клубу застосовують боргові коефіцієнти для класифікації держав-дебіторів, міжнародні рейтингові агентства – для оцінки якості (надійності) боргових зобов'язань і присвоєння суверенних кредитних рейтингів, Організація економічного співробітництва і розвитку – для розрахунку вартості експортних кредитів, які надаються державам, суверенні позичальники – для оцінки можливих наслідків залучення позик і кредитів.

Одним з головних узагальнюючих показників стану зовнішньої заборгованості країни прийнято вважати відношення боргу до ВВП (ВНП). Гранично допустимим рівнем вважається заборгованість,

що не перевищує 50% ВВП. Світовий банк, використовуючи вказаний показник, встановив для нього певні межі і дав назву «коефіцієнт заборгованості». Заборгованість в даному випадку складається із короткострокових кредитів, середньострокових – від 1 року до 3 років і довгострокових – понад 3 роки. Крім того, включаються суми зовнішніх позик, розміщених під державні гарантії на відкритих ринках в європейських валютах.

Другим узагальнюючим показником стану зовнішньої заборгованості є відношення її до експорту товарів і послуг, оскільки саме експорт служить найважливішим джерелом надходження іноземної валюти для обслуговування боргу. Гранично допустимим рівнем у цьому співвідношенні вважається рівень у 200%.

Для країн-бенефіціарів розширеної ініціативи HIPC[1] досягнення дебітором рівня 150% за показником «теперішня вартість боргу / експорт» є підтвердженням факту його боргової стійкості [3].

З погляду платоспроможності країни, небезпечною зміною даного показника вважається його зростання на 25% протягом одного року.

Наступним узагальнюючим показником є «коефіцієнт обслуговування зовнішнього боргу», що характеризує платоспроможність країни-позичальниці і розраховується як відношення платежів щодо обслуговування боргу до поточних валютних надходжень країни від експорту товарів і послуг. Гранично допустимим рівнем платоспроможності позичальника вважається показник, що не перевищує 20-25% від національного експорту товарів і послуг. У міжнародній практиці прийнято вважати, що якщо даний показник перевищує цей рівень, то створюється загроза для платоспроможності позичальника, а відтак його борговій стійкості [4]. Інші показники характеризують можливий вплив окремих елементів зовнішньої заборгованості на стан боргової ситуації в цілому. Джерелом ґрунтовнішої інформації служать показники питомої ваги короткострокового, довгострокового боргу і боргу міжнародним організаціям в загальній сумі зовнішнього боргу. Високі значення цих показників є негативним чинником для формування високого рівня боргової стійкості.

Всесвітній банк рекомендує визначати ліквідність країни, тобто здатність швидко мобілізувати грошові кошти для обслуговування зовнішнього боргу, використовуючи для цього показник величини централізованих золотовалютних резервів у відношенні до суми боргу та середньомісячним імпортом товарів і послуг. Показником ліквідності може також служити співвідношення між централізованими золотовалютними резервами і короткостроковим боргом.

Крім того, в економічній літературі використовуються й інші відносні показники стану зовнішньої заборгованості або тенденцій її розвитку. Йдеться про питому вагу заборгованості країни в загальній сумі міжнародної заборгованості; про середньорічні темпи приросту заборгованості країни за певний період і порівняння цієї величини з динамікою її за минулий період або ВВП, експортом, імпортом, показниками зростання заборгованості країни в розрахунку на душу населення.

Новітнім методологічним підходом при оцінці боргової стійкості та боргової безпеки став документ МВФ, відомий під назвою «Керівництво по статистиці зовнішнього боргу МВФ (2003р.)». Авторами даного документу запропоновано визначення та групування боргових показників в залежності від стану заборгованості у різних секторах економіки, а також врахування показників платоспроможності та ліквідності держави (табл. 1) [5].

Таблиця 1

Боргові показники, ситематизовані МВФ

№ з/п	Показник	Розрахунок/використання
I. Показники платоспроможності (Solvency)		
1	Покриття відсоткових платежів (Interest servise ratio)	Відношення відсоткових платежів до експорту - показує рівень навантаження обслуговування зовнішнього боргу
2	Зовнішній борг до експорту (External debt to exports)	Використовується як трендовий індикатор, який прямо пов'язаний із платоспроможністю країни
3	Зовнішній борг до ВВП (External debt over GDP)	Індикатор відношення боргу до ресурсної бази його покриття (як потенціал можливості збільшення обсягу експорту з метою підвищення платоспроможності)

[1] Розширений варіант сумісної ініціативи МВФ і Всесвітнього банку, направленої на істотне полегшення боргового тягаря найбідніших країн світу, що мають непідйомні для національних економік обсяги зовнішньої заборгованості. Дана ініціатива діє з 1999 року.

Продовження таблиці 1

4	Теперішня вартість боргу до експорту (Present value of debt over exports)	Ключовий індикатор стійкості, часто використовується щодо бідних країн з великим боргом (HIPC), для порівняння боргового навантаження з можливостями здійснювати платежі
5	Теперішня вартість боргу до доходів бюджету (Present value of debt over fiscal revenue)	Ключовий індикатор стійкості, використовується в бідних країнах з великим боргом (HIPC), для порівняння боргового навантаження із ресурсами державних фінансів
6	Обслуговування боргу до експорту (Debt service over exports)	Загальний індикатор, що характеризує платоспроможність та ліквідність
II. Показники ліквідності (Liquidity)		
7	Міжнародні резерви до короткострокового боргу (International reserves to short-term debt)	Найбільш важливий індикатор адекватності резервів в країнах із значним, але нестабільним доступом до ринку капіталу. Показник може використовуватись для прогнозування можливих криз ліквідності
8	Відношення короткострокового боргу до загальної величини боргу (Ratio of short-term debt to total outstanding debt)	Відображає відносну залежність від короткострокового фінансування. Разом із показниками погашення дозволяє прогнозувати майбутні ризики непогашення
III. Показники заборгованості державного сектору (Public sector indicators)		
9	Обслуговування боргу державного сектору до експорту (Public sector debt service over exports)	Показник готовності до сплати та ризику неплатежу
10	Державний борг до ВВП чи податкових доходів (Public debt over GDP or tax revenues)	Індикатор платоспроможності державного сектору. Може визначатись як для внутрішнього державного, так і зовнішнього боргу
11	Середній строк погашення неконцесійного боргу (борг перед МФО) (Average maturity of nonconcessional debt)	Відображає середній термін зобов'язань держави перед міжнародними державними організаціями
12	Частка боргу номінованого в іноземній валюті у загальній величині боргу (Foreign currency debt over total debt)	Індикатор впливу зміни обмінного курсу національної валюти на борг
IV. Показники заборгованості фінансового сектору (Financial sector indicators)		
13	Відкрита валютна позиція (Open foreign exchange position)	Валютні активи за вирахуваннями зобов'язань у валюті плюс довга позиція в іноземній валюті. Індикатор ризику зміни обмінного курсу, зазвичай є малим через банківські нормативи
14	Невідповідність строків надходжень і виплат в іноземній валюті (Foreign currency maturity mismatch)	Різниця між валютними зобов'язаннями і активами на момент їх погашення. Індикатор навантаження на резерви центрального банку в разі закриття доступу фінансового сектору до валютного фінансування
15	Валові валютні зобов'язання (Gross foreign currency liabilities)	Використовується для оцінки обсягу активів, що не можуть бути використані для підтримки ліквідності
V. Показники заборгованості приватного сектору (Corporate sector indicators)		
16	Левередж (Leverage)	Номінальна вартість боргу по відношенню до капіталу. Ключовий індикатор фінансової стійкості
17	Відношення відсоткових платежів до грошового потоку (Interest over cash flow)	Відношення суми майбутніх відсоткових виплат до операційного грошового потоку (до сплати відсотків і податків)
18	Частка короткострокового боргу в загальній величині боргу (Short-term debt over total term debt)	В поєднанні з левериджем є індикатором уразливості від короткострокових обмежень у фінансуванні

Продовження таблиці 1

19	Рентабельність активів (Return on asseets (before tax and interest)	Відношення прибутку до сплати відсотків та податків (EBIT) до суми активів
20	Чистий грошовий потік в іноземній валюті до сукупного грошового потоку (Net foreign currency cash flow over total cash flow)	Чистий грошовий потік в іноземній валюті визначається як різниця між майбутніми валютними надходженнями і платежами. Індикатор нехеджованих валютних потоків
21	Відношення чистого боргу в іноземній валюті до капіталу (Net foreign currency debt over equity)	Чистий борг в іноземній валюті це різниця між валютними зобов'язаннями і активами. Капітал це активи за вирахування боргу та чистих зобов'язань за деревативами. Індикатор ефекту впливу зміни обмінного курсу на показники балансу

На думку експертів міжнародних фінансових організацій, для забезпечення адекватної оцінки боргової стійкості країни необхідно використовувати всі коефіцієнти, аналізуючи їх зміну протягом, як мінімум, 4-5 років. Якщо з урахуванням проведених прогнозів розраховані значення боргових коефіцієнтів визнаються як небезпечно високі, необхідно вживати заходи, направлені на зниження відповідних значень. У найзагальнішому вигляді такі заходи повинні сприяти зменшенню залежності національної економіки країни-дебітора від імпорту, стимулюванню експорту, поліпшенню умов зовнішніх запозичень.

З аналітичної точки зору, вище перелічені показники, які визначають стан та рівень боргової стійкості держави, прийнято обмежувати пороговими значеннями оптимальності зовнішнього боргу, оскільки перевищення порогових меж призводить до створення та загострення кризових явищ у державі.

Загалом, у фінансовій теорії існує декілька моделей оптимального державного запозичення. В рамках торговельних союзів, які передбачають координацію макроекономічної політики країн-членів, граничні показники для державної заборгованості застосовуються в Європейському Союзі, об'єднаннях МЕРКОСУР (Аргентина, Бразилія, Парагвай, Уругвай) та Андському пакті (Болівія, Колумбія, Еквадор, Перу, Венесуела). У Європейському Союзі прийнято рішення про обмеження боргу на рівні 60% ВВП, об'єднаннях МЕРКОСУР – 40%, Андському пакті – 40% ВВП [6].

Серед фахових досліджень є різні точки зору щодо визначення граничного рівня зовнішнього державного боргу відносно ВВП суверенного позичальника. Наприклад, А. Ілларіонов пропонує визначати граничний рівень запозичень у частині зовнішнього боргу – не більше 30% [7]. О. Барановський відповідний показник фіксує на рівні 25% [8].

Відтак порогові значення боргових показників не потрібно сприймати як догму, оскільки такі показники можуть відображати певний соціально-економічний розвиток держави. Себто безпечний рівень боргу для країн з перехідною економікою знаходиться на більш низькому значенні, ніж для розвинених країн. Це в основному обумовлюється:

– відсутністю стабільного доступу до зовнішнього фінансування, яке дозволяло б безперервно рефінансувати накопичені борги;

– невисоким рівнем доходів держави та нестабільністю податкових надходжень до бюджету;

– високою вартістю залучення коштів, що суттєво впливає на розміри обслуговування боргу.

Далі перейдемо до методологічних аспектів проблеми розрахунку боргових коефіцієнтів.

Узагальнення світового досвіду дозволяє виділити наступні найважливіші методологічні підходи до проведення аналізу боргової стійкості суверенної держави:

1) «Національний підхід»: співвідношення боргових параметрів країни (обсягу зовнішнього боргу, суми платежів щодо погашення і обслуговування зовнішнього боргу) з макроекономічними показниками країни (обсягом ВВП, обсягом експорту, обсягом золотовалютних резервів).

2) «Суверенний (бюджетний) підхід»: співвідношення боргових параметрів держави (обсягу державного зовнішнього боргу, суми платежів щодо погашення і обслуговування державного зовнішнього боргу) з показником, що характеризує стан державного бюджету (обсягом доходів державного бюджету)[2].

[2] З метою забезпечення коректності результатів дослідження (боргова стійкість держави / боргова стійкість суверена), ми вбачаємо за необхідність чіткого розмежування понять «національний» і «бюджетний» підходи.

3) Пріоритетне використання при розрахунку боргових коефіцієнтів не номінальної суми боргу, а чистої, поточної вартості (Net Present Value, NPV), що враховує графік погашення і вартість обслуговування боргових зобов'язань і, таким чином, точніше відображає рівень реального боргового навантаження на дебітора. Це пов'язано з тим, що номінальне значення обсягу нагромадженого боргу не відображає вартісних умов його обслуговування, відповідно, не дає реальної оцінки боргового тягаря боржника. В результаті можна отримати дезорієнтовані висновки про стан боргової стійкості країни-дебітора.

4) Орієнтир при проведенні аналізу стану боргової стійкості суверенного позичальника, підготовка та узагальненні висновків про можливість виникнення фінансової кризи, визначення розміру боргового полегшення необхідного дебітору, формування державної боргової політики згідно загальноприйнятих у світовій практиці значень боргових показників, перевищення яких є реальною загрозою фінансовій безпеці позичальника.

При цьому критичні або порогові значення боргових коефіцієнтів не є жорстко встановленими рівнями, перевищення яких неминуче означає виникнення боргових проблем у країни-дебітора. В залежності від макроекономічних умов конкретного позичальника, різноманітним цілям аналізу стану боргової стійкості, а також в залежності від суб'єкта проведення аналізу (дебітора, кредитора, МФО), значення боргових коефіцієнтів, які визнаються як небезпечно високі, можуть коливатись в достатньо широкому діапазоні.[3]

Таким чином, широке використання у світовій практиці «порогових» значень боргових коефіцієнтів є достатньо умовними індикаторами небезпечного стану зовнішнього боргу і дозволяють лише зорієнтуватися, яким буде безпечний рівень боргу для конкретної країни: чим далі фактичні рівні показників від цих значень, тим більше у країни потенціальних можливостей успішно виконувати зобов'язання щодо погашення і обслуговування нагромадженого боргу перед зовнішніми кредиторами.

5) Комплексний аналіз: використання широкого спектру інформаційних даних про дебітора з метою формування боргової стратегії (аналіз сукупності боргових коефіцієнтів, облік їх фактичної і майбутньої динаміки, оцінка різних сценаріїв розвитку макроекономічної і боргової ситуації).

Попри відсутність загальновизнаної методики розрахунку боргового тягаря, в Україні у цьому контексті уже досягнуто певних успіхів. Зокрема, затверджено методику розрахунку рівня економічної безпеки України. Відтак в частині безпеки зовнішньої заборгованості наведено 5 показників та визначено їх граничні значення, зокрема:

– відношення загального обсягу зовнішнього боргу до ВВП (не більше 25%);

– рівень зовнішньої заборгованості на одну особу (не більше 200 дол. США);

– відношення державного зовнішнього боргу до річного експорту товарів і послуг (не більше 70%);

– відношення обсягу сукупних платежів з обслуговування зовнішнього боргу до доходів державного бюджету (не більше 20%);

– відношення відсоткових платежів з обслуговування зовнішнього боргу до річного експорту товарів і послуг (не більше 12%) [9].

Безумовно, це не повний перелік показників, які визначають боргову стійкість, оскільки їх оцінка дає поверхневе уявлення про боргове навантаження на бюджет та платіжний баланс України, проте це значний крок до формування ефективного управління і контролю за станом та динамікою зовнішньої заборгованості.

Досягнуті Україною на кінець 2007 року значення основних показників (табл. 2), основні з яких використовуються світовою практикою для оцінки стану боргової стійкості держави фактично свідчать про наступне:

По-перше, із 12 поданих у таблиці показників боргової стійкості, порогові значення у 2004 році перевищено по 4 з них, в 2006 році порогові значення даних показників перевищено по 3 з них, що свідчить начебто про покращення ситуації, проте ж значення ще по 2 показниках практично впритул наблизились до порогової позначки.

По-друге, в 2007 році спостерігається зниження рівня боргової стійкості за рахунок значного перевищення порогових значень показників «зовнішній борг / ВВП» (майже у 2,5 рази) і зовнішній борг / експорт товарів і послуг (у 0,8 рази), тоді як відношення державного зовнішнього боргу до експорту товарів і послуг поки що залишається на безпечному рівні.

[3]Країни, експорт яких зростає порівняно швидкими темпами можуть дозволити собі вищий рівень боргу відносно обсягів експорту виробленого продукту; критичні значення боргових показників у країн-бенефіціарів ініціативи HIPC повинні бути на порядок жорсткіші, ніж у країн-дебіторів з більш високим рівнем доходів і меншою обтяжливістю зовнішнім боргом.

Суттєве нарощення сукупного зовнішнього боргу, особливо за останній рік, відбулося за рахунок зростання заборгованості у банківському секторі (36,6% від сукупного зовнішнього боргу) та інших секторах економіки (45,5% від сукупного зовнішнього боргу), тоді як частка заборгованості сектору державного управління в сукупному зовнішньому борзі складає 17,4% [10].

Таблиця 2

Основні показники боргової стійкості України*

Показники	Порогові значення у світі	Порогові значення в Україні	Фактичний стан в Україні			
			2004	2005	2006	2007
Обсяг зовнішнього боргу, % до ВВП	25-50	≤25	33,4	45,3	51,2	60,2
Загальний зовнішній борг, % до експорту товарів і послуг	200-250	≤165	54,7	66,9	108,1	132,1
Обсяг зовнішнього державного боргу, % до експорту товарів і послуг	≤165	≤70	30,6	26,3	29	23,05
Частка заборгованості міжнародним організаціям у зовнішньому державному борзі, %	–	≤35	42	36	31,4	23
Рівень зовнішнього боргу на душу населення для країн з перехідною економікою, дол. США	200	200	257	249	271	299
Сукупні платежі з погашення і обслуговування зовнішнього боргу, % до експорту товарів і послуг	20-25	≤18	11,1	14,7	17,3	8,1
Відношення міжнародних резервів до сукупного зовнішнього боргу, %	–	–	31,1	49,2	40,9	38,4
Відсоткові платежі з обслуговування зовнішнього державного боргу до експорту товарів і послуг, %	–	≤12	1,9	0,9	1,02	0,8
Рівень зовнішнього державного боргу у доходах Державного бюджету, %	≤300	–	208,1	173	175	226
Частка зовнішніх запозичень у покритті дефіциту Державного бюджету, %	–	≤30	84,3	86,9	83,4	70,1
Рівень витрат пов'язаних з зовнішнім боргом у доходах Державного бюджету, %	–	≤20	11,7	7,6	6,1	4,2
Рівень платежів з обслуговування зовнішнього боргу у обсязі видатків Державного бюджету, %	–	–	1,51	1,89	1,6	1,51

* Розраховано і систематизовано на основі даних Державного комітету статистики, Міністерства фінансів України, Національного банку України.

Співвідношення сукупного зовнішнього боргу до ВВП (рис. 1) на 4 п.п. перевищує співвідношення для групи країн з перехідною економікою, за виключенням Естонії, Казахстану, Киргизії, Латвії, Молдови, Угорщини та Хорватії

По-третє, наведені дані дають можливість вважати, що існує реальна загроза розгортання фінансової кризи, тим паче, що експерти МВФ обґрунтували, і з ними можна погодитись, що максимально допустимою межею зовнішнього боргу для країн з низьким і середнім рівнем доходів є рівень у 49,7% ВВП. При перевищенні цього рівня ймовірність розгортання фінансових криз становить 66,8% [11].

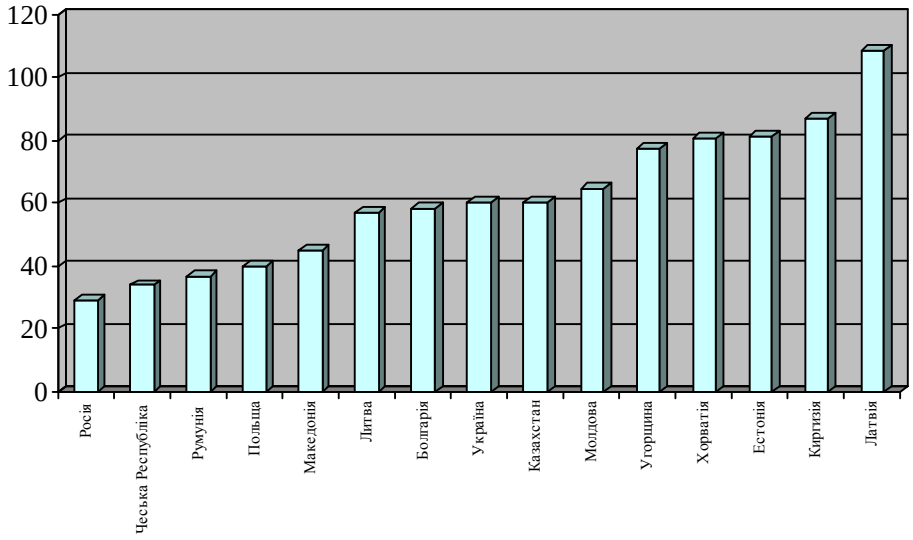

Рис. 1. ***Співвідношення сукупного зовнішнього боргу до ВВП в Україні порівняно з країнами із перехідною економікою у 2007 році****

*Побудовано на основі даних із www.cia.gov/ library/

Проблема зовнішнього боргу України на найближчу перспективу лежить не стільки в площині абсолютної здатності погашати і обслуговувати зовнішній борг у жорсткій відповідності із встановленими графіками, скільки в чинниках системного порядку, пов'язаних, по-перше, зі структурою і якістю боргових зобов'язань, а по-друге, – із забезпеченням ефективності функціонування механізму управління зовнішнього боргу держави. Обидва чинники, безпосередньо впливаючи на умови доступу України до ресурсів міжнародних ринків капіталу, в підсумку, поряд із такими борговими індикаторами як відношення зовнішнього боргу до ВВП, відношення платежів щодо зовнішнього боргу до експорту товарів і послуг та інші, апріорі визначають стан боргової стійкості України. Пріоритети боргової стратегії на середньострокову перспективу повинні враховувати ці реалії.

Разом з тим, необхідно врахувати, що терміни погашення 53,3% боргу припадають на наступні п'ять років (2008-2012рр.), а ситуація на світових ринках (перш за все, кон'юнктура світових цін на енергоносії) характеризується нестабільністю. Це обумовлює ймовірність послаблення боргової стійкості України, а відтак зосередження особливої уваги на сфері зовнішньої заборгованості, себто своєчасне попередження можливих у цій сфері небезпечних тенденцій і прийняття заходів щодо їх подолання. Цілком очевидно, що реалізація боргової стратегії у даних умовах повинна бути гнучкою.

Оцінюючи дані, наведені у таблиці 2, варто відзначити, що задовільні значення фактичних і прогнозних показників не гарантують відсутності у позичальника боргових проблем. Як свідчить світова практика, деякі країни-боржники «витримували» наявний графік платежів при істотному перевищенні «порогових значень» за деякими з боргових коефіцієнтів, інші – «зривали» графік і вдавалися до реструктуризації зовнішнього боргу, далеко не дійшовши до цієї межі.[4] Попри існуючі недоліки поданих вище показників боргової стійкості суверена, вони усе ж можуть виступати певним плацдармом для побудови ефективної системи гранично допустимого рівня зовнішньої заборгованості, що забезпечуватиме безпечний стан і структуру зовнішньої заборгованості.

Підсумовуючи вище викладене очевидним є те, що жоден з боргових коефіцієнтів не відображає у повному обсязі усіх аспектів боргового стану країни-дебітора, відтак не може розглядатись в якості критерію усесторонньої оцінки стану його боргової стійкості. У зв'язку з причинами, пов'язаними із

[4] Наприклад, у таких країн, як Аргентина, Бразилія, Мексика і Венесуела, які припинили на початку 1980-х рр. виконувати зобов'язання за зовнішнім боргом, коефіцієнт «зовнішній борг / ВВП» коливався навколо рівня 30%. Цей же показник в Угорщині – в середині 90-х рр. однієї з найобтяжливих зовнішнім боргом східноєвропейської країни – більш, ніж у два рази (63-67%) перевищував у той же період рівень вказаних латиноамериканських держав. Проте це не стало причиною дефолту за зовнішніми зобов'язаннями країни. Завдяки «відкритості» національної економіки коефіцієнт «зовнішній борг / експорт» у той же період в Угорщині був у два рази нижчим, ніж у Мексиці [12].

специфікою макроекономічної ситуації і умов обслуговування боргу конкретного позичальника, небезпечні значення за одними з індикаторів боргового тягаря можуть поєднуватись із позитивними значеннями по інших боргових коефіцієнтах. Таким чином, при використанні перелічених показників в якості бази для формування довгострокових прогнозів про стан боргової стійкості, експерти МВФ рекомендують в обов'язковому порядку оперувати сукупністю боргових коефіцієнтів, детально інтерпретуючи їх конкретні значення.

Широке використання в світовій практиці «порогових» значень боргових коефіцієнтів є достатньо умовними індикаторами небезпечного стану зовнішнього боргу і дозволяють лише зорієнтуватися відносно того, що є прийнятним (безпечним) рівнем боргу для конкретної країни: чим далі фактичні рівні показників від цих значень, тим менше ризик виникнення в країні боргової кризи, тим більше у країни потенційних можливостей успішно (без збитку соціально-економічному розвитку) виконувати зобов'язання щодо погашення і обслуговування накопиченого обсягу боргу перед зовнішніми кредиторами. Крім того, «далекі» від зони боргової нестійкості фактичні значення коефіцієнтів – додатковий аргумент на користь підвищення міжнародними агентствами кредитних рейтингів.

Література

1. *The Challenge of Maintaining Long-Term External Debt Sustainability – World Bank, IMF. April 20, 2001.//www. world bank.com/*
2. *Новая основа долговой устойчивости // http:// wbln 0018. worldbank.org/*
3. *D. Andrews, A. Boote, S.Risavi, S.Singh. Debt Relif for Low-Income Countries. The Enbanced HIPC Initiative / IMF. Washington, D.C. – 1999.*
4. *Звонова Е. Международное внешнее финансирование в современной экономике. – М., 2000 р. – 141 с.*
5. *External debt statistics:guide for compilers and users // Washington, D. C.: International Monetary Fund, 2003. – 309 p.*
6. *Особливості та пріоритети боргової політики України. / А.С. Гальчинський, З.С. Варналій, В.Я Майстришин та ін. – К.: Національний інститут стратегічних досліджень. – 2004.*
7. *Илларионов А. Критерии экономической безопасности // Вопросы экономики. — 1994. — № 10. — С. 35–38.*
8. *Барановський О. І. Фінансова безпека. — К.: Фенікс, 1999. – 338 с.*
9. *Наказ Міністерства економіки України: Методика розрахунку рівня економічної безпеки України від 02.03.2007 р., № 60.*
10. *Зовнішній борг України на кінець 2007 року / http:/ www.bank.gov.ua/*
11. *Вахненко Т.П. Зовнішні боргові зобов'язання у системі світових фінансово-економічних відносин. – К.: Фенікс, 2006. – 536 с.*
12. *D.Cohen. Growth and External Debt: A New Perspective on the African and Latin American Tragedies. 2002. //www. Cerp. Org/*
13. *www.minfin.gov.ua.*
14. *www.ukrstat.gov.ua.*
15. *www.cia.gov/library.*