

**Міністерство освіти і науки України
Тернопільський національний економічний університет
Факультет фінансів**

Кафедра фінансів

Шарган Тетяна Степанівна

«Вдосконалення управління державним боргом на основі ризик-менеджменту»

Спеціальність 8.03050801 – фінанси і кредит

**Дипломна робота
за освітньо-кваліфікаційним рівнем “магістр”**

Студентка групи ФУММ – 51

Шарган Т.С.

Науковий керівник:

к.е.н., доцент кафедри

фінансів

Машко А.І.

ТЕРНОПІЛЬ – 2014

РОЗДІЛ 1

ЕКОНОМІЧНА СУТНІСТЬ ТА ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ

1.1. Теоретичний еkleктизм та сучасна інтерпретація державного боргу

Світова економіка перебуває в постійному розвитку, розширюються фінансові ринки, з'являються нові інструменти. На даний час кредит є звичайним явищем існування світового господарства. Остання економічна криза звернула увагу на негативні аспекти надмірного використання кредитних ресурсів як окремими суб'єктами господарювання, так і урядами країн. Проте, беззаперечним є факт, що кредит є важливим елементом економічної системи.

Уряди країн як і суб'єкти господарювання в усі часи використовували залучення додаткових фінансових коштів. Зростання обсягів державних запозичень у минулих століттях було пов'язане з військовими діями чи природними катаклізмами. Важливим елементом державний кредит виступає і у періоди економічної нестабільності, коли наявні ресурси в країні не достатні для фінансування державних потреб. Для покриття бюджетних дефіцитів країни вдаються до запозичень на внутрішніх та зовнішніх ринках капіталів.

Впродовж всієї історії існування державних запозичень їх значення для економічного розвитку країн викликало дискусію у науковців. Із розвитком економічної науки зростають дослідження і у сфері державної заборгованості.

В своєму дисертаційному дослідженні ми хочемо звернути увагу на зовнішні державні запозичення як важливий елемент залучення додаткових фінансових ресурсів, визначити їх сутність та складові

елементи, проаналізувати дослідження економістів-науковців щодо місця зовнішніх державних запозичень в економіці країн світу.

Варто зазначити, що термін «державні запозичення» хоча й часто використовується в науковій літературі, однак, лише незначна кількість авторів надає тлумачення суті цього поняття.

А. Загородній, Г. Вознюк під запозиченнями розуміють фінансові операції, пов'язані з отриманням бюджетом коштів на умовах повернення, платності та строковості, внаслідок яких (операцій) виникають зобов'язання держави чи органів місцевого самоврядування перед кредиторами [33, с.56].

А. Азриліян вважає, що запозичення – це позики, залучені від фізичних і юридичних осіб, іноземних держав, міжнародних фінансових організацій, за якими виникають боргові зобов'язання [12, с.56].

Варто зазначити, що науковці, які досліджують проблематику державної заборгованості, не окреслюють суть державних запозичень, акцентуючи увагу на понятті державного боргу.

І.О. Лютий «розглядає державні запозичення як об'єктивне, притаманне ринковій економіці явище». На його думку, державні запозичення являють собою сукупність різноманітних форм і методів фінансових відносин, що в сучасних умовах спрямовані на фінансування державного боргу.

Т.П. Вахненко дає трактування поняття міжнародного кредиту, зовнішнього боргу і також не розкриває сутність державних запозичень, відзначаючи лише, що зовнішні державні запозичення є потенційним джерелом фінансування дефіциту державного бюджету [17, с.45].

В.В.Козюк в свою чергу визначає вплив державних запозичень на грошовий сектор економіки, проте в своїй монографії надає трактування лише терміну державного боргу [27, с.5].

Н.В. Зражевська приділяє увагу державному кредиту і державному боргу, широко використовує термін зовнішні державні запозичення, проте

теж не тлумачить його суть, і практично ототожнює його із поняттям «зовнішній державний борг», зазначаючи лише, що зовнішні запозичення відіграють важливу роль у реорганізації промисловості країн, що розвиваються [45, с.16].

Дослідження проблематики державної заборгованості здійснює і О.І. Барановський. При цьому автор також надає тлумачення сутності понять зовнішній державний борг та боргова безпека країни, не окреслюючи поняття зовнішніх державних запозичень, проте, відзначає, що боргова політика держави повинна здійснюватись із урахуванням наявної ситуації у «сфері залучення, використання, обслуговування та погашення внутрішніх і зовнішніх запозичень», визначає елементи політики державних запозичень як важливої складової фінансової політики держави та напрями її вдосконалення [8, с.338-342].

Подібним чином, в своєму дослідженні міжнародних боргів А.Г. Саркісянц широко використовує термін державні запозичення, визначає форми державних запозичень, але теж не дає визначення їх сутності [81, с.50].

Використовують поняття державних запозичень і А.А. Мазаракі, Н.М. Ушакова, Г.В. Кучер, В.Т. Александров, але не визначають їх суть, натомість дають визначення таким поняттям, як державні позики, державний борг, державна заборгованість, внутрішній та зовнішній державний борг, боргові зобов'язання уряду та представляють класифікацію елементів державного боргу [102, с.45].

Проте в нашому дослідженні ми би хотіли звернути увагу саме на державні запозичення, які є початковим етапом у реалізації боргової політики держави і основою формування державної заборгованості (рис.1.1.).

Для здійснення ефективної фінансової політики важливим є регулювання державної заборгованості на усіх етапах: здійснення

запозичень, використання державного боргу, контроль за його використанням та повернення залучених коштів.

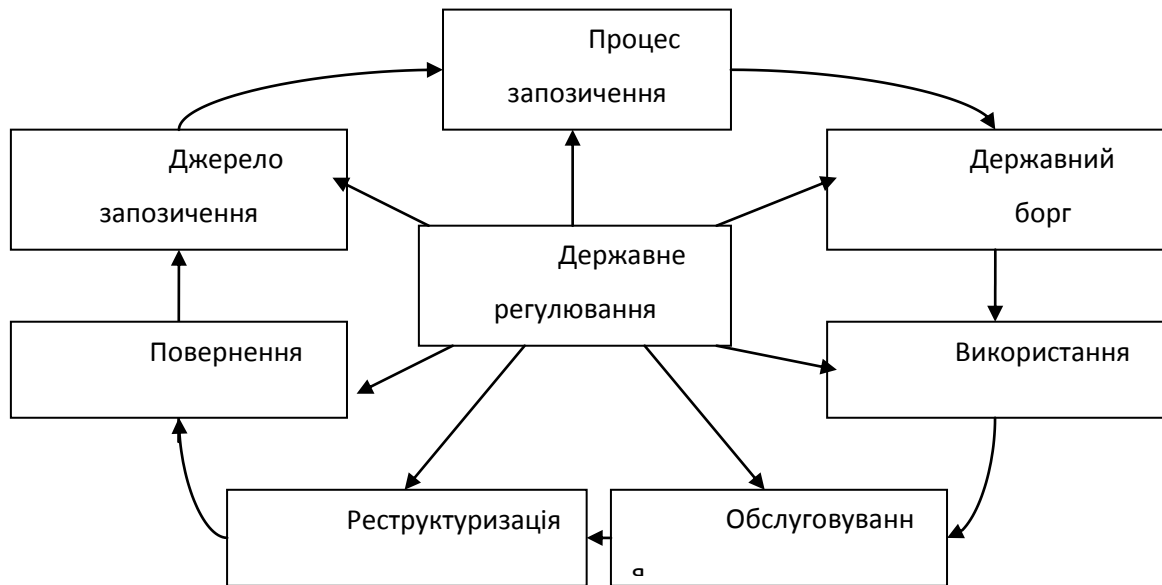


Рис. 1.1. Механізм здійснення державних запозичень

Джерело: розроблено автором

Варто зазначити, що в світовій практиці приналежність державних запозичень до зовнішніх визначають у трьох наступних напрямках. Перший базується на валюті, в якій здійснюються державні запозичення, тобто у іноземній валюті. Другий є офіційно прийнятий багатьма укладачами офіційної статистики, зокрема, описується Міжнародним валютним фондом в «Статистиці державного боргу: посібнику для упорядників та користувачів», і ґрунтується на резидентності кредитора. Третє визначення базується на місці випуску і законодавстві, яке регулює борговий контракт. На думку У. Паніцци, перше визначення не є доцільним, оскільки деякі країни здійснюють державні запозичення на внутрішніх ринках в іноземній валюті, і навпаки почали залучати запозичення на міжнародних ринках у національній валюті. Друге визначення, хоча і є теоретично правильним, проте, із розвитком ринків боргових цінних паперів встановлення власника державних облігацій є

складним завданням. В сучасній світовій економіці все більшого поширення набуває явище, коли вітчизняні інвестори володіють облігаціями зовнішньої державної позики і міжнародні інвестори здійснюють запозичення на національних ринках. Тому окремі автори, зокрема, У. Паніцца, Ф. Штурценегер, Дж. Цетельмаєр схиляються до думки, що класифікація зовнішніх запозичень як запозичень, що здійснюються згідно з умовами іноземного законодавства, є найбільш коректною в умовах глобалізації світових ринків [173, с.4].

На нашу думку, зовнішні державні запозичення – це процес залучення фінансових ресурсів від іноземних фізичних та юридичних осіб, урядів країн та міжнародних організацій, який призводить до виникнення зовнішнього державного боргу.

Варто відзначити, що в законодавчих актах різних країн зовнішні державні запозичення мають різноманітне трактування.

Бюджетний кодекс України містить широке визначення терміну «запозичення» та основних умов залучення і кола інституцій, що регулюють цей процес. Так, згідно з Кодексом, державне запозичення (англ. Borrowing adoption) – це «операції, пов'язані з отриманням державою кредитів (позик) на умовах повернення, платності та строковості з метою фінансування державного бюджету» [1, с.56]. Запозичення (внутрішні та зовнішні) є джерелом фінансування дефіциту бюджету. Державні внутрішні та зовнішні запозичення здійснюються в межах, визначених законом про Державний бюджет України, з дотриманням граничного обсягу державного боргу.

Право на здійснення державних внутрішніх та зовнішніх запозичень належить державі в особі Міністра фінансів України або особі, яка виконує його обов'язки, за дорученням Кабінету Міністрів України [108, с.56].

В Російській Федерації державними зовнішніми запозиченнями вважають залучені з іноземних джерел (іноземних держав, їх юридичних

лиць та міжнародних організацій) кредити (позики), за якими виникають державні фінансові зобов'язання [5].

В Республіці Білорусь зовнішні державні запозичення визначають як процес залучення зовнішніх державних позик, за якими виникають зобов'язання країни [2]. Причому зовнішні позики тлумачаться як позики в іноземній валюті, за якими в якості позикодавців виступають іноземні держави, міжнародні організації, а також інші нерезиденти країни.

Варто зазначити, що в вітчизняній та зарубіжній науковій літературі існують різноманітні класифікації зовнішніх державних запозичень.

Вітчизняні дослідники виділяють такі форми здійснення зовнішніх державних запозичень (рис.1.2.):

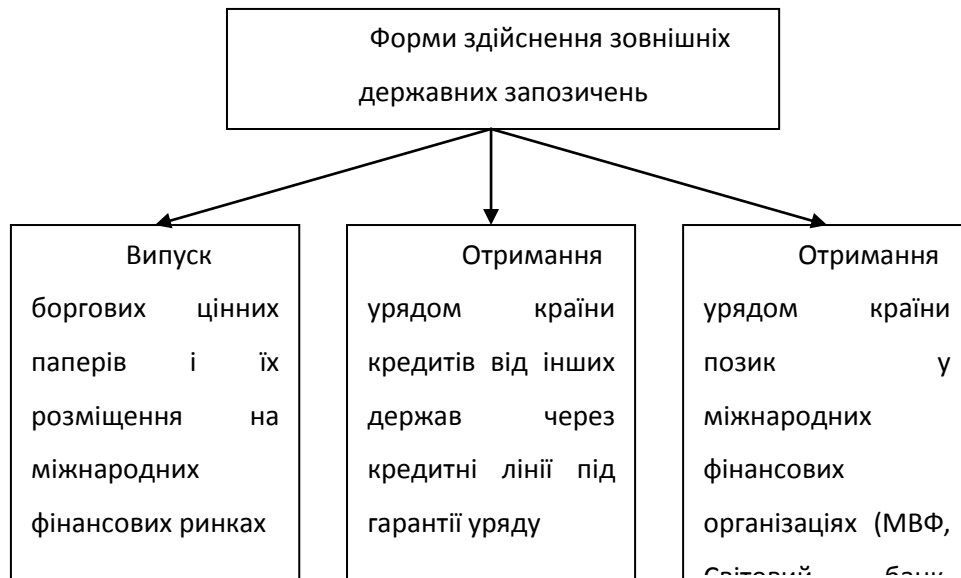


Рис. 1.2. Форми здійснення зовнішніх державних запозичень

Джерело: складено автором за даними [112, с.218-219]

Причому запозичення, що залучаються державою як безпосереднім позичальником шляхом випуску державних цінних паперів, укладення угод про позику або отримання кредитів розпорядниками бюджетних коштів, утворюють прямі боргові зобов'язання [112, с.220]. Водночас виділяються ще так звані гарантовані боргові зобов'язання – зобов'язання, що виникають при залученні запозичень юридичними особами та

гарантуються державою. Однак в нашому дослідженні ми хочемо акцентувати увагу саме на запозиченнях, що здійснюються державою (прямі боргові зобов'язання).

Міністерство фінансів для подання звітності про стан державного боргу використовує таку класифікацію зовнішньої державної заборгованості (рис.1.3.):

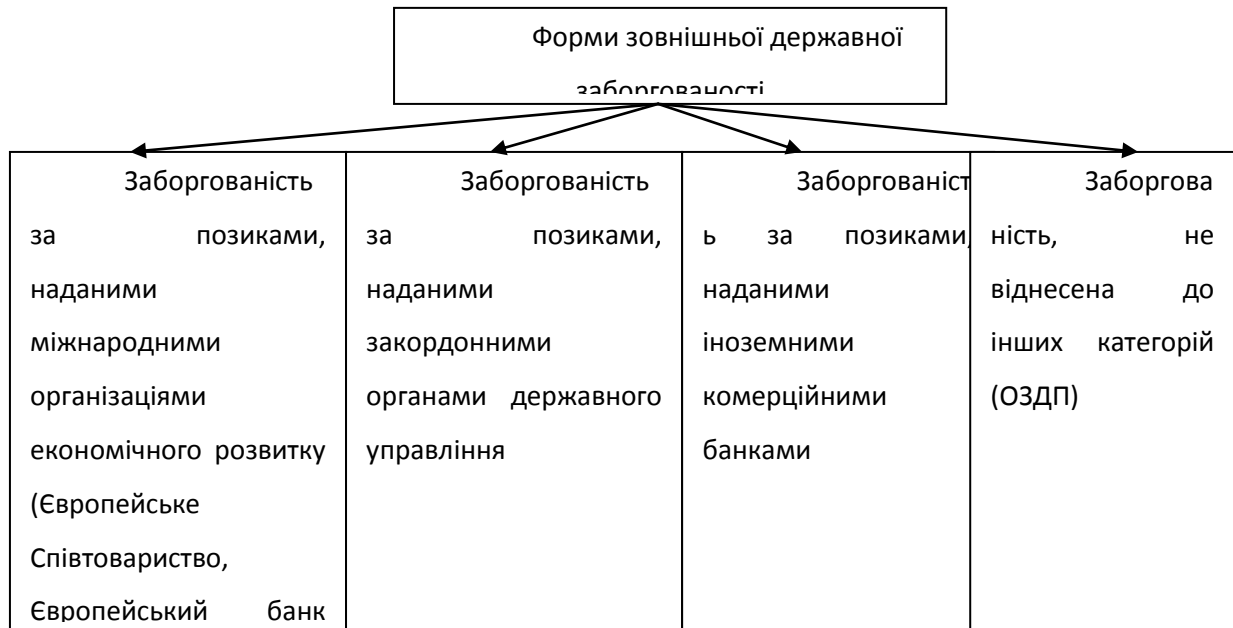


Рис. 1.3. Класифікація зовнішньої державної заборгованості згідно норм Міністерства фінансів України

Джерело: [68]

А.Г. Саркісянц виділяє 3 джерела зовнішніх державних запозичень:

1. Субсидії, які, на його думку, є найбільш вигідним джерелом фінансування. Субсидії можуть використовуватися на різні цілі, але в більшості випадків вони прив'язані до конкретних проектів.

2. Офіційна допомога в розвитку: кредити багатосторонні (МБРР, МАР), регіональні (ОПЕК) та національні організації в сфері розвитку, які хоча надаються на пільгових умовах, але мають бути погашені. Однак, А.Г.Саркісянц наголошує, що за кризових явищ в бідних країнах ці борги підлягали списанню, таким чином перетворюючись в доходи країни.

3. Ринки торгівельного капіталу, на яких країни отримують позики у кредиторів (консорціумів) або у вигляді розміщення облігацій на міжнародних ринках [81, с.72-73].

У міжнародній практиці застосовуються переважно дві форми зовнішніх державних запозичень:

- емісія державних цінних паперів;
- кредити.

Зовнішні державні запозичення мають свій історичний розвиток. Різні типи зовнішніх джерел запозичення капіталу домінували в певні історичні періоди:

1. Запозичення у формі облігацій були важливим інструментом в період до 1914 року, а також у міжвоєнний період (1918-1939).

2. Після Другої світової війни у зв'язку із створенням МВФ і Світового банку поширення набули позики міжнародних організацій та позики урядів іноземних держав.

3. З початку 1970-х рр. країни, що розвиваються, стрімко почали залучати позики у комерційних банках [160, с.690-707].

Варто зазначити, що для економічно розвинутих країн характерною формою державних запозичень на даний час є емісія боргових цінних паперів.

Державні цінні папери вважають одним із найбільш ефективних методів фінансування дефіциту бюджету. Окрім функції покриття бюджетних розривів, державні цінні папери також виступають джерелом фінансування минулих боргових зобов'язань.

Регулювання процесу випуску державних облігацій на міжнародних ринках капіталу здійснюється переважно міністерством фінансів країни, хоча в деяких країнах функції міністерства фінансів доповнюють спеціально створенні для управління боргом відомства («Бюро державного боргу» у США, тощо) [79, с.206].

В Україні емітентом облігацій зовнішніх державних позик виступає держава через Кабінет міністрів України в особі Міністерства фінансів України. Рішення про випуск облігацій приймається Кабінетом Міністрів у формі постанов в межах передбачених Законом про Державний бюджет України. Кошти, отримані внаслідок розміщення облігацій, спрямовуються лише до Державного бюджету України [112, с.221].

Вартість запозичень у формі облігацій залежить від кредитного рейтингу, який присвоюється міжнародними рейтинговими агентствами, а також від загальної ситуації на світових ринках капіталу, основний вплив на формування вартості облігацій чинять облігації Казначейства США, які є еталоном для випуску єврооблігацій. Дохідність українських облігацій визначається на основі дохідності облігацій США, а також із врахуванням спреду або «премії за ризик». С.М. Марченко на основі побудови кореляційної моделі встановив наявність тісної залежності дохідності єврооблігацій від дохідності облігацій США (55% варіації значень дохідності українських єврооблігацій залежить від дохідності облігацій США) [49, с.65].

На дохідність облігацій також в свою чергу впливають:

- нестабільність політичної обстановки (негативно впливає на формування попиту на державні облігації);
- вилучення коштів інвесторів з ринку акцій (може збільшити попит на єврооблігації);
- стабільне економічне зростання (підвищує впевненість інвесторів в спроможності держави вчасно розрахуватися за своїми зобов'язаннями, що в свою чергу позитивно впливає на підвищення попиту на державні цінні папери);
- сприятливе економічне становище на ринку, динамічний розвиток економіки сусідніх країн [51, с.60-61].

1.2. Домінанти управління державним боргом

При обігу на міжнародних фінансових ринках цінні папери мають назву одного із іноземних цінних паперів, наприклад, єврооблігації, євровекселі, звісно, вони можуть мати і назви відповідно до окремих країн обертання, однак найбільш містким є саме ринок єврооблігацій [79, с.98].

Історія єврооблігацій бере початок з середини 20 ст., за деякими джерелами – з 1957 року з випуском облігацій бельгійської нафтової компанії “Petrofina”, португальської нафтової компанії “Sagor” у 1961 році.

На даний час єврооблігації є одним із найбільш динамічних сегментів світових фінансових ринків. Причини швидкого розвитку цього інструменту зовнішніх запозичень: відсутність економічних обмежень та вимог, які властиві при наданні кредитів міжнародними організаціями, а також висока місткість ринку.

Єврооблігації (євробонди) – облігації, які виражені в валюті, що не є національною валютою позичальника і розміщуються на ринках декількох країн одночасно, це міжнародні цінні папери на пред’явника, що приносять певний дохід [51, с.57].

Можна виділити такі основні переваги використання єврооблігацій для залучення зовнішніх запозичень:

- ринок єврооблігацій є об’ємним і надає доступ не лише до європейських інвесторів, а й до азіатських і американських;
- єврооблігації не мають додаткових умов і обмежень при використанні, таких як міжнародні кредити;
- випуск єврооблігацій є одним із найдешевших засобів залучення додаткових фінансових ресурсів, процентні ставки є нижчими, ніж при випуску внутрішніх облігацій;
- вихід на ринок єврооблігацій дозволяє покращити імідж країни та її кредитну історію;

— єврооблігації випускаються на термін більше трьох років [51, с.62];

— використання єврооблігацій дозволяє знизити ціну державних запозичень [79, с.392].

О.І. Лютий вказує, що практика існування ринку корпоративних облігацій підтверджує, що наявність надійного та високоліквідного ринку державних облігацій є базою для існування ринку корпоративних цінних паперів, однак при наявності потужного ринку державних облігацій може здійснюватися витіснення цінних паперів приватних підприємств та організацій, оскільки інвесторам вигідніше купувати менш ризикові короткострокові державні цінні папери [79, с.203-204]. Окрім того, досвід показує, що залучення позик на міжнародному ринку цінних паперів для країни з перехідною економікою є більш вигідним, ніж випуск облігацій на внутрішньому ринку. Використання інструменту єврооблігацій дозволяє посилити національну валюту, а також зменшити вартість боргу порівняно з внутрішніми джерелами залучення. Зовнішні єврооблігаційні запозичення також є відносно дешевим джерелом залучення додаткових фінансових ресурсів для міст України [79, с.203-204].

Варто зазначити, що вагому частку в зовнішніх запозиченнях займають кредити міжнародних фінансових організацій. На даний час міжнародні організації є важливою складовою світової фінансової системи, які прямо або опосередковано впливають на розвиток окремих країн і світового господарства загалом.

Виникнення міжнародних фінансових організацій бере свій початок ще з часів Великої Депресії 1930-х років. Необхідність створення організації для регулювання світової валютної системи стала зрозумілою в період Великої депресії. Недовіра до паперових грошей в період фінансової кризи зумовила підвищення попиту на золото в розмірах, що перевищували запаси країн. У зв'язку з цим Великобританія і ряд інших країн відмовилися від золотого стандарту, що значно ускладнило

міжнародну торгівлю. Країни почали накопичувати золото і ту грошову валюту, яку можна було використати для купівлі благородного металу. Як наслідок, порушилося співвідношення між вартістю різних грошових одиниць, відбувся спад грошових операцій, зросло безробіття і знижувався рівень життя [111, с.213-214]. Необхідність узгодження фінансових політик країн спричинило пошук нових ідей щодо світового фінансового розвитку. На початку 1940-х років два науковця Джон Кейнс та Гаррі Вайт запропонували майже однаковий план радикально нової монетарної системи, яка мала на меті стабілізувати валютні курси і забезпечити розвиток вільної торгівлі, плани Д. Кейнса і Г. Вайта відрізнялися лише технікою реалізації монетарних функцій. Кейнс бачив міжнародну організацію як певний тип незалежного світового центрального банку, який може створювати гроші самостійно і таким чином надавати країнам фінансову підтримку. Г. Вайт захищав ідею підтримки фінансової організації від країн-членів у вигляді відповідних внесків. Обидві теорії були втілені в життя. Після тривалої дискусії міжнародна спільнота на Бреттон-Вудській конференції (Нью-Хемпшир, США) в липні 1944 року прийняла рішення про започаткування нової валютної системи і створення Міжнародного валютного фонду. Відповідно були утворені Міжнародний валютний фонд і Світовий банк, членами яких на даний час є 186 країн [121, с.11-43]. На даний час МВФ та Група організацій Світового банку виступають основними кредиторами поміж міжнародних організацій.

Міжнародний валютний фонд був покликаний надавати короткотермінові кредити державам, які стикаються з проблемами регулювання платіжного балансу, Світовий банк мав на меті доповнювати міжнародні функції МВФ через фінансування інфраструктури окремих країн. Початкова його мета – це фінансування зруйнованої Другою Світовою війною Європи, реалізація «плану Маршала». Однак з часу створення ці фінансові організації зазнали значної еволюції, реагуючи на

кризові явища, зокрема, такі як колапс валютного паритету в 1971 році і боргові кризи 1980-х років. Це стало причиною того, що функції цих організацій стали значно складнішими і менш визначеними, спрямованими на регулювання всіх сторін фінансової активності різних країн світу [81, с.105].

В цілому, міжнародні валютні організації – це організації, створені країнами-учасниками, які отримують фінансові ресурси безпосередньо від країн-членів, а також за допомогою запозичень на міжнародних ринках капіталу [110, с.242].

Найпотужнішими міжнародними фінансовими організаціями у світовому співтоваристві можна вважати МВФ та Групу Світового банку.

Окрім міжнародних інституцій існують регіональні та міжурядові банки: Європейський інвестиційний банк, Азіатський банк розвитку, Африканський банк розвитку, Міжамериканський банк розвитку, Європейський банк реконструкції та розвитку та ін. [110, с.242].

Варто зазначити, що в наш час суттєва частка зовнішніх запозичень здійснюється у формі залучення кредитів у міжнародних фінансових організацій [160, с.690-707].

Основні завдання МВФ при його створенні були визначені як такі:

- розвиток міжнародної торгівлі і міжнародного співробітництва шляхом встановлення норм регулювання валютних курсів та контролю за їх дотриманням;
- підтримка стабільності валютних паритетів;
- усунення валютних обмежень та розроблення багатосторонньої системи платежів;
- надання кредитів своїм членам у випадку виникнення валютних ускладнень, спричинених проблемами платіжних балансів.

Варто зазначити, що однією із важливих функцій МВФ є допомога в регулюванні платіжних балансів країн, що включає: удосконалення методики складання платіжних балансів, їх уніфікацію; збір, аналіз

інформації щодо платіжних балансів різних країн світу та її оприлюднення; надання консультацій державам-членам щодо врегулювання платіжних балансів.

В рамках своїх функцій МВФ надає позики країнам-членам з метою вирівнювання платіжних балансів країн і підтримки стабільності національної валюти (додаток Б).

На даний час основними напрямками діяльності МВФ фонду є (рис.1.4.):

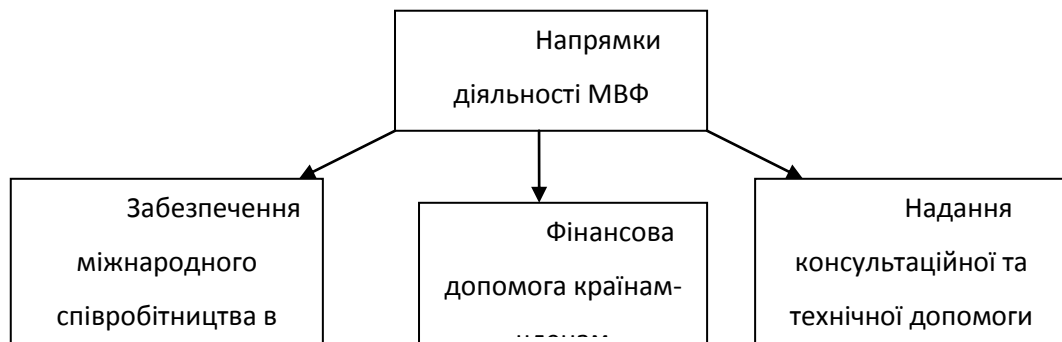


Рис. 1.4. Напрями діяльності Міжнародного валютного фонду

Джерело: складено автором на основі даних [110].

У МВФ країна-член отримує кредит у іноземній валюті на суму еквівалентну внесеній раніше квоті в національній валюті (купує за свою валюту іноземну), а пізніше через 3-5 років повертає іноземну валюту (купляє назад свою національну валюту за іноземну).

За надання кредиту МВФ бере разовий комісійний збір в розмірі 0,5% від суми і встановлює процентну ставку, яка базується на ринковому котируванні.

Надання кредитів МВФ супроводжується певними вимогами:

1. Макроекономічна політика повинна бути спрямована на забезпечення активного сальдо платіжного балансу.
2. Стабілізація внутрішнього попиту за рахунок обмеження державних видатків.
3. Використання позик на фінансування виробничої сфери.

4. Забезпечення бездефіцитності державного бюджету за рахунок скорочення державних видатків і стримування інфляції.
5. Проведення ефективної податкової політики.
6. Стабілізація грошового обігу, що передбачає проведення девальвації національної валюти, а в певних випадках і грошових реформ.
7. Відміна контролю за цінами і заробітною платою, вільний доступ імпортованих товарів.
8. Реалізація структурної перебудови економіки: роздержавлення підприємств, розвиток експортних галузей.
9. Забезпечення стабільності політичної ситуації в країні.

Основа реформ МВФ – монетаристська концепція, що базується на залежності між величиною грошової маси в країні, обсягом сукупного попиту і платіжним балансом [24, с.108-131].

Окрім МВФ істотно впливає на міжнародний рух капіталу Група Світового банку, на яку припадає близько половини кредитів, що виділяються міжнародними фінансовими організаціями країнам, що розвиваються [24, с.103].

Група Світового банку здійснює свою діяльність через кілька взаємопов'язаних організацій, які мають власні статuti та самостійне членство [111, с.245] (рис.1.5.).

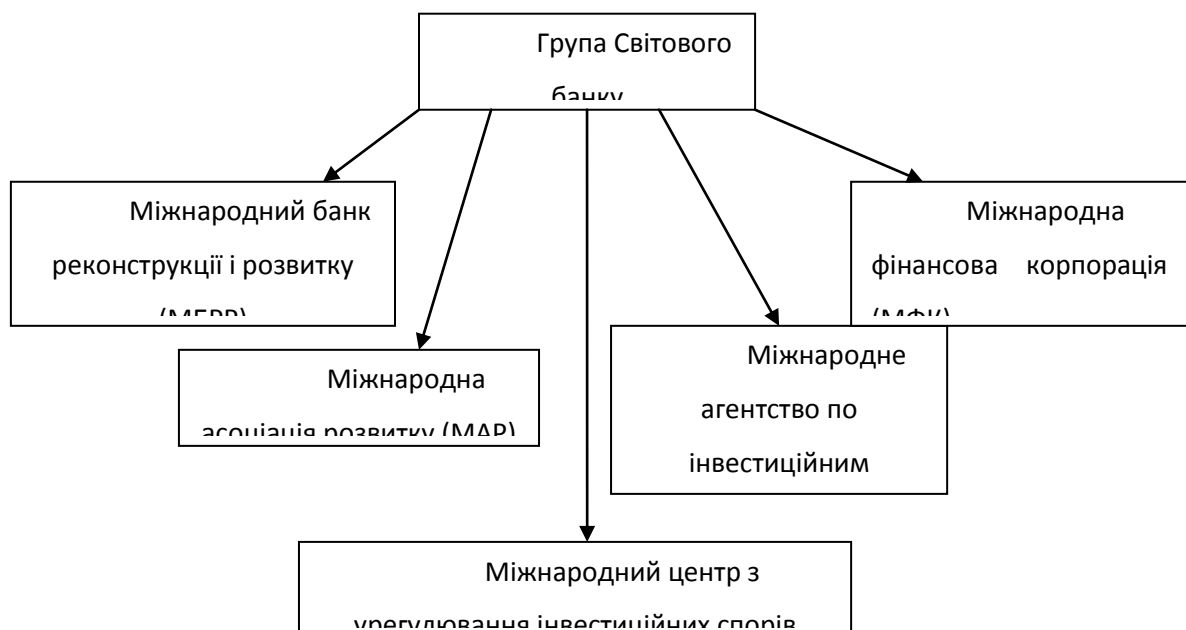


Рис. 1.5. Група Світового банку

Джерело: складено автором на основі даних [111]

Функції установ-членів групи Світового банку дещо різняться, однак загалом діяльність Світового банку спрямована на кредитування розвитку окремих сфер світової економіки (див. Додаток В).

Фінансові ресурси Міжнародного банку реконструкції і розвитку (далі – МБРР) утворюються через внески країн-членів, позики на міжнародних риках боргового капіталу і банківський прибуток [24, с.105-106].

Умови надання кредитів МБРР залежать від категорії позичальника: країни з високим рівнем доходів на душу населення отримують позики на термін 15 років, з середнім рівнем доходів – 17 років, з низьким рівнем доходів – на 20 років. Усі позики надаються на конкретні проекти або структурну перебудову економіки. Повернення основної суми кредиту, виплата відсотків є обов'язком центральних банків країн-членів МБРР.

Діяльність МБРР спрямована на надання кредитів, технічної допомоги, спільного фінансування, гарантій (табл. 1.1.)

Таблиця 1.1.

Напрями діяльності Міжнародного банку реконструкції і розвитку

Вид діяльності	Призначення
Кредити	Конкретні проекти в сільському господарстві, освіті, енергетиці, охороні довкілля, промисловості, енергопостачанні, транспорті, міському господарстві, водопостачанні. Структурна перебудова економіки, економічні реформи
Технічна допомога	Підтримка реформ у сільському господарстві, енергетиці, транспорті, підготовка кадрів та інституційних реформ
Спільне фінансування	Координація фінансової підтримки програм країн-членів
Гарантії	Покриття ризиків, пов'язаних із можливістю невиконання зобов'язань, із змінами в законодавстві, політичними подіями, природними катаклізмами, оголошенням дефолту
Трастові фонди	Мобілізація ресурсів на скорочення заборгованості членів Банку, відбудову економіки після надзвичайних політичних чи природних катаклізмів, організація навчання та досліджень

Джерело: складено автором за даними [24]

Міжнародна асоціація розвитку (далі - МАР) формально вважається незалежною від МБРР, однак, фактично вона являє собою фонд ресурсів, яким управляє МБРР. МАР була створена у 1969 році з метою надання фінансової допомоги найменш розвинутим країнам на менш жорстких умовах, ніж МБРР. Різниця між МБРР і МАР полягає в тому, що МБРР більшу частину своїх фінансових ресурсів отримує на світових фінансових ринках і надає позики країнам під більш низькі відсотки і з більшим терміном погашення, ніж комерційні банки; МАР надає країнам, що розвиваються безпроцентні кредити за рахунок внесків країн-донорів.

Цілі діяльності Міжнародної асоціації розвитку: надання довгострокових кредитів, сприяння економічному розвитку та підвищенню продуктивності праці.

Більшість кредитів МАР надаються в національній валюті строком на 35-40 років без відсотків; погашення основної суми кредиту починається після закінчення 10-річного пільгового періоду, протягом наступних 10 років сплачується по 1% кредиту на рік, а наступних 30 років по 3% на рік.

Для отримання кредитів МАР країна повинна відповідати наступним вимогам:

- річний дохід на душу населення не може перевищувати 835 доларів США;
- економічна стабільність в державі, що дозволить обслуговувати довгостроковий кредит;
- проблеми платіжного балансу;
- прагнення економічного розвитку.

Міжнародна фінансова корпорація (МФК) була створена в 1956 році з метою стимулювання економічного зростання в країнах, що розвиваються через заохочення приватного сектору. МФК, окрім кредитної діяльності, має право вкладати фінансові ресурси в акціонерний капітал

підприємств. МФК мобілізує і доповнює приватний капітал, але не витісняє його (складає не більш 25% вартості проекту). Кредити надаються на період 3-5 років з пільговим періодом до 4-х років за ринковими цінами. Важливою сферою в діяльності МФК є технічна допомога, зокрема, надання консультацій із підвищення ефективності залучення і використання іноземних інвестицій. В країнах СНД і Східної Європи МФК здійснює технічну підтримку процесів приватизації та розвитку ринків капіталу [111, с.283-284].

Фінансові ресурси МФК - це внески країн-членів, дивіденди, доходи від продажу акцій, кредити, дотації МБРР.

Багатостороннє агентство з гарантування інвестицій (БАГІ) було засноване в 1988 році як організація групи Світового банку. Особливість Багатостороннього агентства гарантування інвестицій в тому, що воно є фінансово і юридично незалежною установою. Метою створення цієї організації було стимулювання надходження іноземних інвестицій в країни, що розвиваються, та надання гарантій (страхування та перестраховування некомерційних ризиків). На даний час основні функції БАГІ полягають у наданні гарантій від некомерційних ризиків інвесторам; консультація урядів країн з питань розробки та впровадження стратегій, програм стимулювання іноземного інвестування, надання рекламних послуг і налагодження співпраці між приватними підприємствами різних країн і урядовими структурами. До складу БАГІ входить служба інвестиційного маркетингу, що консультує країни-члени в маркетинговій діяльності для сприяння припливу іноземних інвестицій. БАГІ надає гарантії від втрат, пов'язаних з не конвертованістю місцевої валюти, експропріацією власності в країні, воєнними конфліктами, непередбаченими політичними ситуаціями, розірванням контракту. Гарантії, як правило, надаються на період 15 років, проте термін може бути продовжений.

Вагоме місце у кредитуванні української економіки займає також Європейський банк реконструкції і розвитку. ЄБРР був створений у 1991 році спеціально для надання фінансової допомоги країнам Центральної і Східної Європи (рис.1.6). Капітал банку формується за рахунок акціонерного капіталу, а також за рахунок доходів від банківської діяльності, процентних платежів за надані кредити, здійснення портфельних інвестицій, надання консультацій. Близько 40% обсягу кредитів ЄБРР надає державним установам, а 60% - приватним підприємствам [110, с.269].

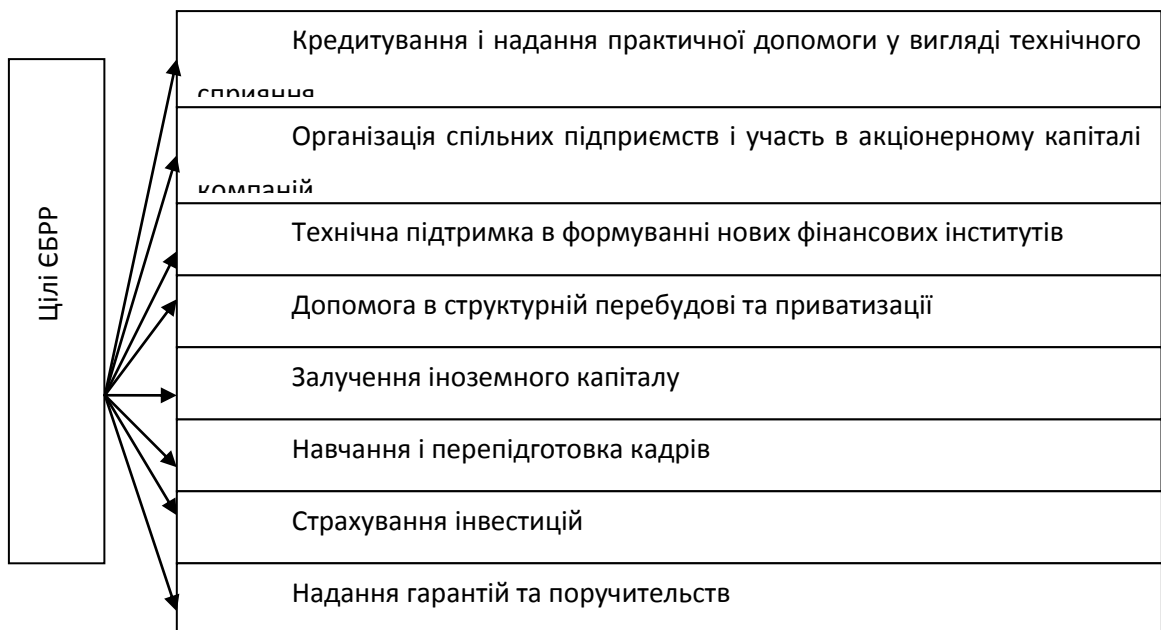


Рис. 1.6. Цілі ЄБРР.

Джерело: складено автором за даними [110, с.269]

Терміни реалізації проектів – 5-10 років, але в окремих випадках можливе збільшення до 15 років. Виплата боргу починається одночасно з появою касових доходів від реалізації проекту. ЄБРР є міжнародною організацією, яка використовує найбільшу кількість інструментів фінансування [40, с.104].

В наш час зовнішні державні позики займають важливе місце у системі світових фінансових відносин. Вони широко використовуються

для мобілізації ресурсів до державних бюджетів, регулювання платіжних балансів. В нашому дослідженні ми хочемо проаналізувати значення зовнішніх державних запозичень в забезпеченні економічного розвитку, конкурентоспроможності країн світу.

РОЗДІЛ 2

БОРГОВИЙ ПОРТФЕЛЬ ДЕРЖАВИ: ПРОБЛЕМАТИКА ТА УПРАВЛІННЯ РИЗИКАМИ

2.1 Основи формування конкурентоспроможності економіки країни

В сучасних умовах динамічного розвитку, глобалізації та інтернаціоналізації світового господарства конкуренція на міжнародних ринках постійно зростає.

Розуміння проблем міжнародної конкурентоспроможності економіки країни дозволяє кожній країні вчасно реагувати на технічні, економічні зміни і вживати заходи для підтримання конкурентних переваг [60, с.5].

В нашому дослідженні ми хочемо виявити взаємозв'язок зовнішніх державних запозичень і конкурентоспроможності економіки країни. Для цього, на нашу думку, необхідно розглянути сутність конкурентоспроможності економіки країни, її складові, що дозволить ґрунтовніше оцінити вплив зовнішніх державних запозичень на її окремі елементи.

За твердженням С.В. Мочерного, конкурентоспроможність економіки країни - здатність економіки однієї держави конкурувати з економіками інших держав за рівнем ефективного використання національних ресурсів, підвищення продуктивності національного господарства й забезпечення на цій основі високого та постійно зростаючого рівня життя населення [33, с.567].

Я.Б. Базилюк визначає конкурентоспроможність національної економіки як економічну категорію, що характеризує становище суспільних відносин в країні щодо забезпечення умов стабільного зростання ефективності національного виробництва, яке пристосоване до змін світової кон'юнктури та внутрішнього попиту на основі розкриття національних конкурентних переваг та досягненні кращих, ніж у конкурентів, соціально-економічних показників [6, с.6].

В.М. Геєць, В.П. Семиноженко, Б.Є Кваснюк трактують поняття конкурентоспроможності економіки як здатність країни в умовах соціально орієнтованої ринкової економіки виробляти товари і послуги, що відповідають встановленим міжнародним стандартам; спроможність країни забезпечувати соціально-економічну оптимальність за будь-якого впливу внутрішніх та зовнішніх факторів і на цій основі підвищувати рівень реальних доходів населення та підтримувати його у довгостроковій перспективі [98, с.56].

А.С. Гальчинський, В.М. Геєць, А.К. Кінах, В.П. Семиноженко визначають концепцію національної конкурентоспроможності в ринковій системі як здатність національної економіки робити і споживати товари і послуги в умовах конкуренції з товарами і послугами, виробленими в інших країнах, при цьому результатом конкуренції повинно бути зростання рівня життя населення при дотриманні міжнародних екологічних стандартів [23, с.34].

На думку Я.А. Жаліла, конкурентоспроможність національної економіки можна визначити як зумовлене економічними, соціальними і політичними факторами стійке становище країни або її продуцента на внутрішньому та зовнішньому ринках [41, с.25].

О.С. Шнипко пропонує визначити конкурентоспроможність економіки країни як сукупність притаманних кожній економіці факторів, які спроможні забезпечити достатній обсяг пропозиції товарів і послуг, що виготовляються із застосуванням технологій, вільного і справедливого

ринку та зростаючих доходів населення [60, с.12]. Серед факторів, що визначають конкурентоспроможність, можна виділити забезпеченість країни факторами виробництва – землею (природними ресурсами), працею і капіталом, що надають країні порівняльні переваги для розвитку окремих галузей та для спеціалізації у світовій економіці [60, с.23].

На думку І.Т. Манцура, на оцінювання конкурентоспроможності економіки країни впливають такі фактори (рис.1.7.):

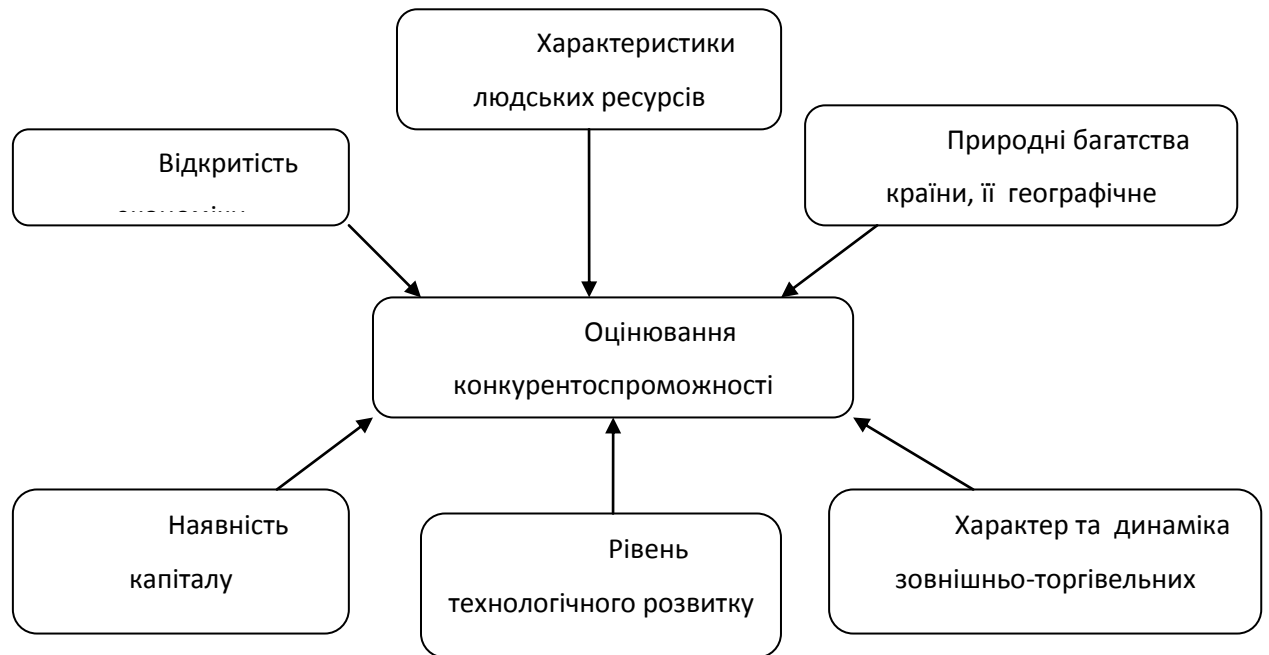


Рис. 1.7. Фактори впливу на оцінювання конкурентоспроможності економіки країни

Джерело: складено автором за даними [93]

Водночас, І.В. Крючкова зазначає, що серед факторів, які визначають конкурентоспроможність країни, важливе місце займає державна політика [42, с.26].

Російські дослідники Ю. Куренков і В. Попов стверджують, що наявність позитивного платіжного балансу і забезпечення стійкого зростання золотовалютних резервів не можна вважати чинником підвищення конкурентоспроможності країни без зростання добробуту громадян даної країни.

Як бачимо, хоча визначення різних дослідників різняться, однак, на їх думку, конкурентоспроможність економіки країни спрямована на покращення економічних показників розвитку та підвищення добробуту населення. На нашу думку, важливим елементом забезпечення конкурентоспроможності економіки країни є також ефективна державна політика.

Дж.Сакс, колишній директор Гарвардського інституту міжнародного розвитку наголошував на необхідності наявності інституційної складової і визначив конкурентоспроможність нації як відповідність економічних структур та інститутів країни завданням економічного зростання в рамках світової економіки [60, с.16].

М.Портер визначає такі складові конкурентоспроможності економіки країни (Рис.1.8.):

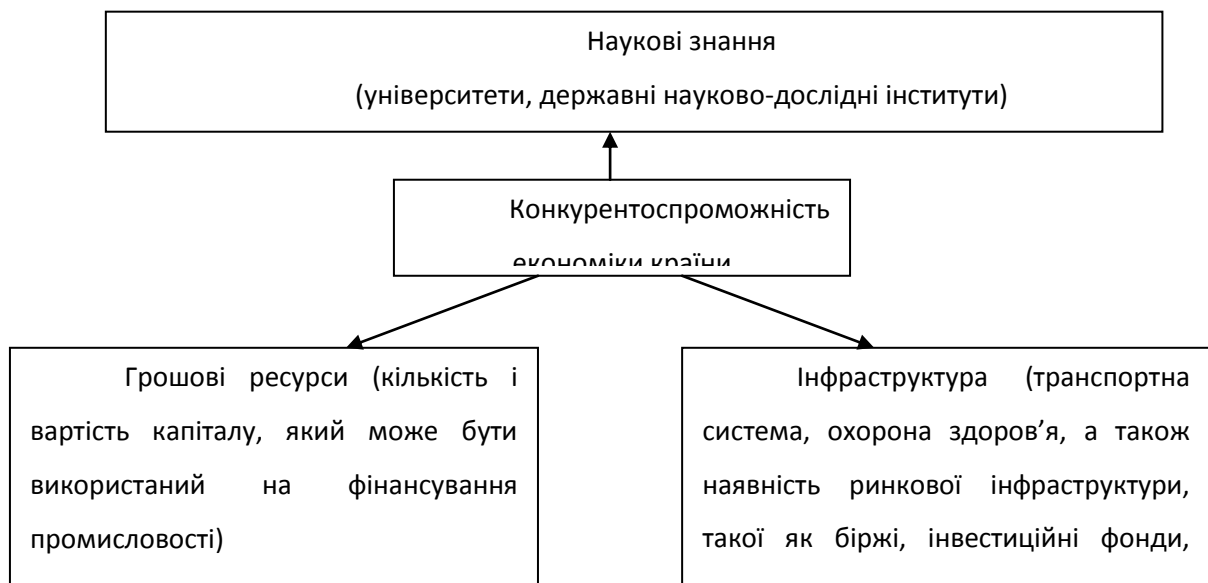


Рис. 1.8. Складові конкурентоспроможності економіки країни за М. Портером

Джерело: складено автором за даними [80, с.218]

Як бачимо, М. Портер наголошує на важливості наявності наукових знань, які, на його думку, у поєднанні з наявними грошовими ресурсами та

належною інфраструктурою можуть забезпечити підвищення конкурентоспроможності економіки певної країни.

Комісія з промислової конкурентоспроможності США визначає конкурентоспроможність економіки країни як «міри можливості країни при наявності вільного і справедливого ринку виробляти товари та послуги, які відповідають вимогам світових ринків водночас із збереженням або підвищенням реальних доходів громадян». Міжнародна конкуренція ефективно впливає на зростання продуктивності праці, внаслідок необхідності впровадження новітніх промислових технологій. Важливим є наявність саме справедливого ринку, оскільки за умов протекціонізму не можна говорити про ефективну міжнародну конкуренцію країн.

Інститут розвитку менеджменту (Лозанна, Швейцарія) використовує наступне визначення терміну конкурентоспроможності економіки країни: це здатність країни конкурувати на національному і світовому ринках з іншими державами, виробляючи в умовах вільної конкуренції товари і послуги, на які існуватиме попит на світовому ринку і реалізація яких здатна поліпшити фінансовий стан країни, її національну безпеку та добробут громадян [96, с.298].

У «Глобальному звіті про стан конкурентоспроможності» Світового економічного форуму конкурентоспроможність розглядається як «набір інституційних та економічних заходів держави, які дозволяють підтримувати високі темпи економічного зростання у середньостроковій перспективі» [62].

Водночас, варто відзначити, що автори часто не розділяють поняття конкурентоспроможності країни і конкурентоспроможності економіки країни.

З метою оцінки конкурентоспроможності економіки країн у світовій практиці значного поширення набуло визначення різноманітних індексів

конкурентоспроможності за допомогою розгляду системи показників, що характеризують економічний розвиток та рівень життя населення.

Інститут стратегії й конкурентоспроможності США протягом багатьох років очолює професор Майкл Портер – засновник систематизованого вивчення конкурентоздатності в економічній науці. В Гарвардському університеті вивчають конкурентоспроможність переважно в корпоративній площині, два швейцарські центри переводять дослідження у більш широку площину – розраховують рейтинги конкурентоспроможності країн і регіонів. Щорічно кожний із центрів публікує власні результати вивчення конкурентоспроможності економіки країн світу та складає рейтинги.

Всесвітній економічний форум (далі ВЕФ) вже багато років виступає однією із основних інституцій, що здійснює оцінку конкурентоспроможності економіки країн. Всесвітній економічний форум публікує Звіти про економічну конкурентоспроможність з 1979 року. На даний час аналізу підлягають 134 країни з розвиненими економіками та економіками, що розвиваються. З часу публікації першого звіту методологія оцінювання конкурентоспроможності змінювалась і доповнювалась і зараз є однією із найбільш досконалих у світі. Останнім кроком в еволюції методології став Індекс глобальної конкурентоспроможності (Growth Competitiveness index - GCI), який був розроблений у співпраці з професором Сала-і-Мартіном з Колумбійського університету і вперше представлений у 2004 році. Відтоді GCI став вичерпним індексом для вимірювання національної конкурентоспроможності, який враховує мікро- та макроекономічні основи конкурентоспроможності (12 складових конкурентоспроможності) (рис.1.9.) [34, с.78].

Рейтингування проводиться на основі загальнодоступних статистичних даних і результатів опитування керівників компаній [63].

Як бачимо, індекс конкурентоспроможності охоплює різноманітні сфери економічного розвитку країни.

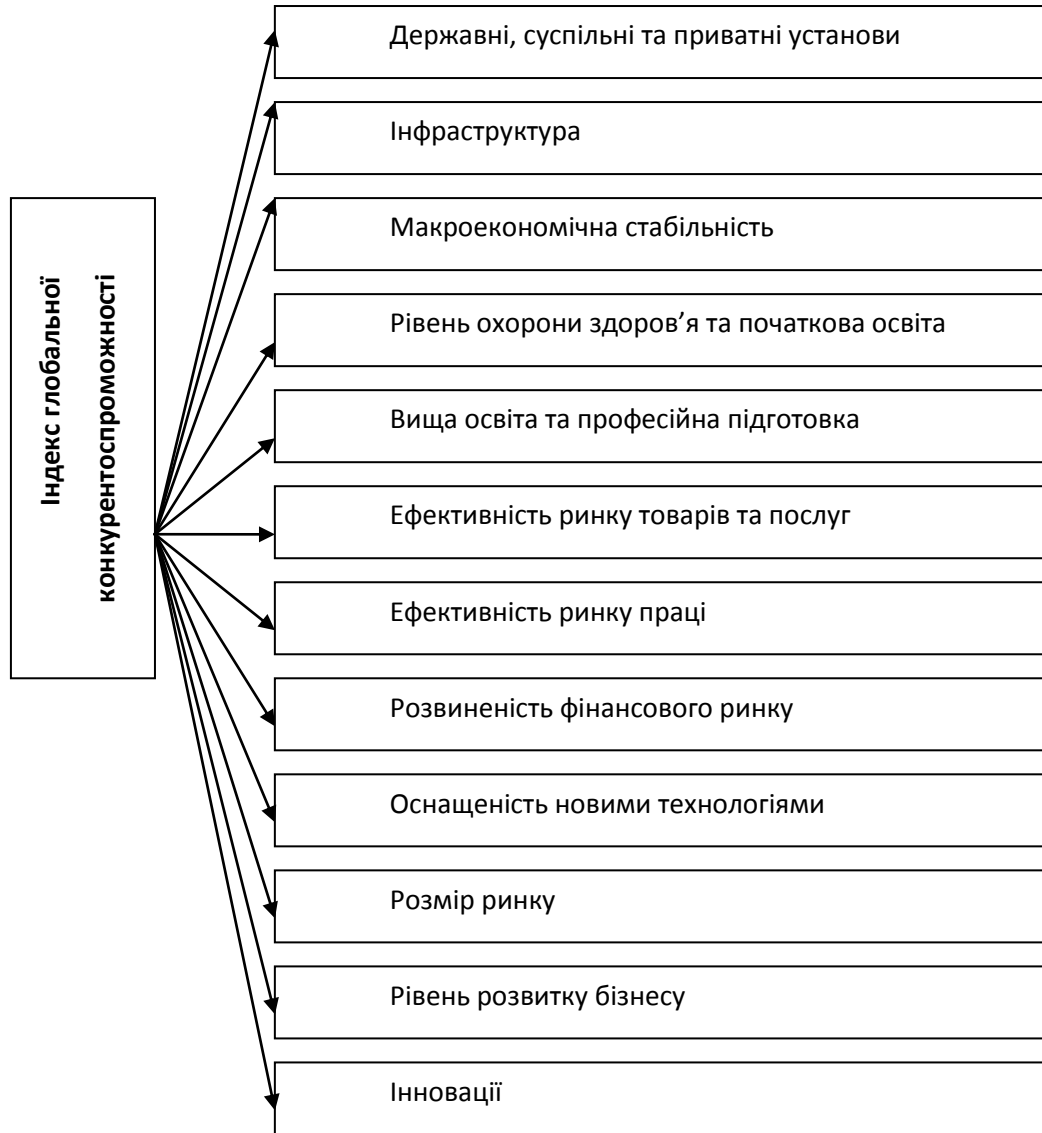


Рис. 1.9. Складові Індексу глобальної конкурентоспроможності

Джерело: складено автором за даними [46]

IMD World Competitiveness Yearbook являє собою щорічний звіт, в якому публікуються рейтинги конкурентоспроможності країн, публікується IMD з 1989 року. Звіт характеризує становище 57 країн і базується на 329-х критеріях, що відображають різноманітні аспекти конкурентоспроможності.

Всі критерії згруповані у чотири підрозділи: інфраструктура, ефективність уряду, ефективність бізнесу та макроекономічні показники (рис.1.10.).

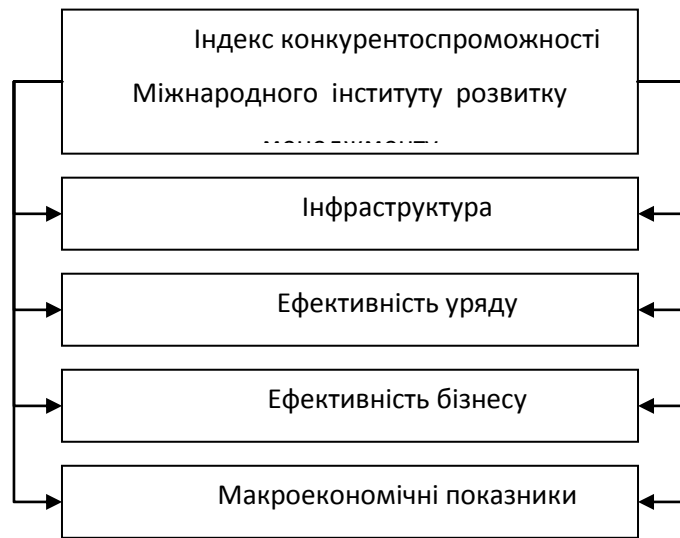


Рис. 1.10. Складові індексу Міжнародного інституту розвитку менеджменту (м. Лозанна)

Джерело: складено автором на основі даних [67]

Особливість рейтингування IMD полягає в тому, що висновки робляться на основі аналізу показників у такому співвідношенні: дві третини статистичної інформації з офіційних (міжнародних, національних і регіональних) джерел і третина – експертних оцінок. Оціночні дані збираються шляхом проведення опитування 4 тис. менеджерів і бізнесменів з різних країн і компаній.

Індекс IMD (Інституту розвитку менеджменту в Лозанні), спираючись на вивірені статистичні дані й точні оцінки з достовірних джерел, виглядає більш обережним і консервативним порівняно із оцінками ВЕФ.

На нашу думку, вартим уваги є також індекс економічної свободи, що визначається дослідницькою організацією The Heritage Foundation (США) і журналом The Wall Street Journal. Автори рейтингу стверджують: ступінь економічної свободи більш-менш збігається із рівнем добробуту

нації. На нашу думку, економічна свобода (і відповідно добробут населення) є одним із найважливіших чинників конкурентоспроможності економіки країни.

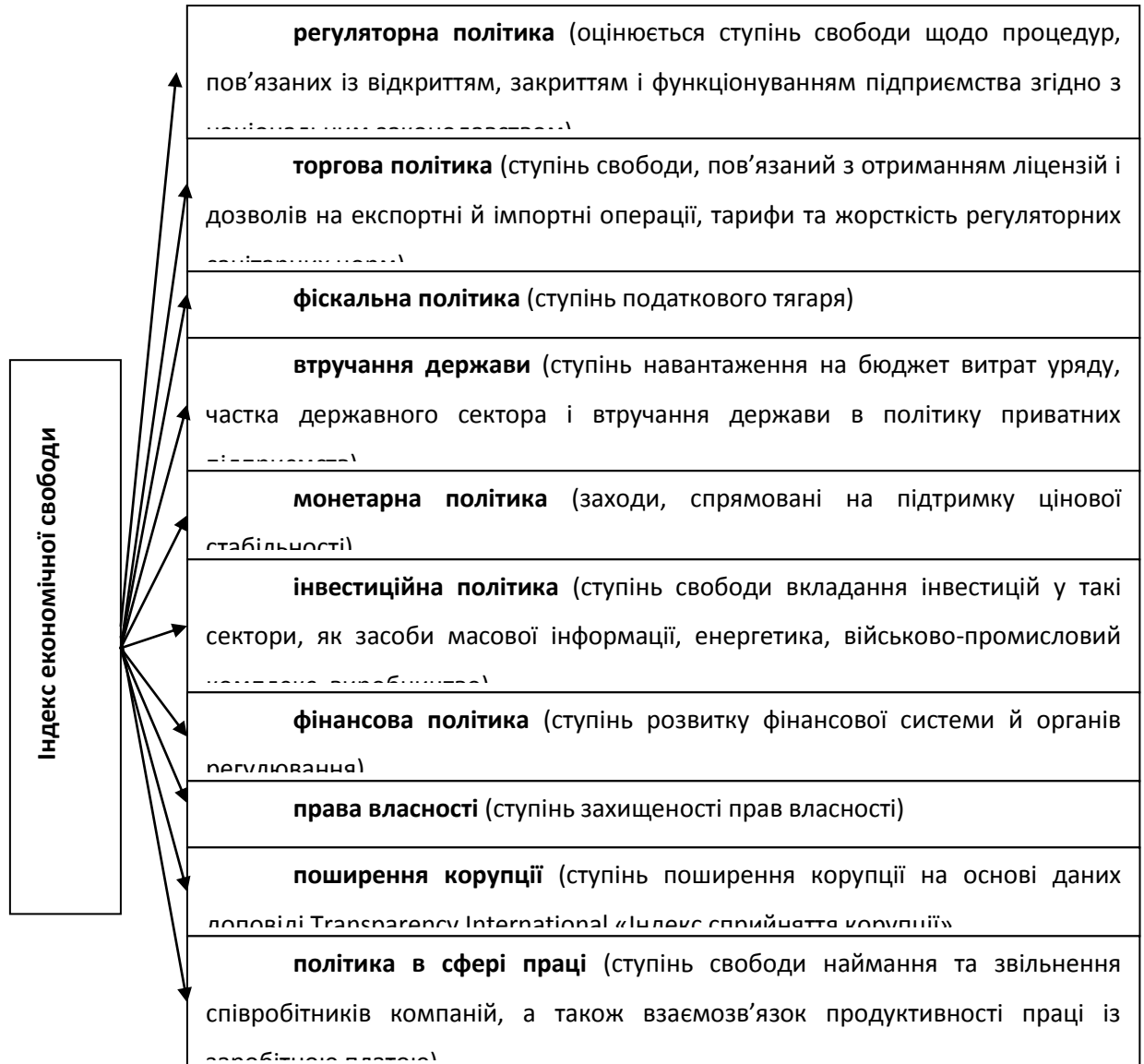


Рис. 1.11. Індекс економічної свободи

Джерело: складено автором

Індекс оцінює країни за 10-ма категоріями економічної свободи (рис.1.11.).

2.2. Борговий ризик – менеджмент держави в сучасних умовах

Як бачимо, складові індексу економічної свободи оцінюють основні елементи, що впливають на ділову активність в країні, можливості відкриття та ведення власного бізнесу.

Одним із елементів індексу економічної свободи є оцінка поширення корупції, для визначення якої використовується індекс сприйняття корупції.

Індекс сприйняття корупції складає громадська організація Transparency International (Берлін, Німеччина) для оцінювання масштабів корупції в країнах світу. З 1995 року за результатами дослідження щороку складається доповідь, яка містить аналітичні висновки щодо цього явища, в тому числі рейтинги країн світу за ступенем поширення корупції.

Індекс сприйняття корупції є сукупним індексом, що базується на 13 різноманітних дослідженнях та опитуваннях. Країни оцінюються за 10-бальною шкалою, де "0" означає крайню корумпованість держави, а «10» свідчить про низький рівень корупції [63].

На нашу думку, заслуговує також на увагу нововведений рейтинг IPRI (Міжнародний індекс прав власності – International property rights index), що складається американським Альянсом прав власності. Для оцінки даного індексу експерти розглядають три складові, на основі яких вираховують три субіндекси (рис.1.12.).

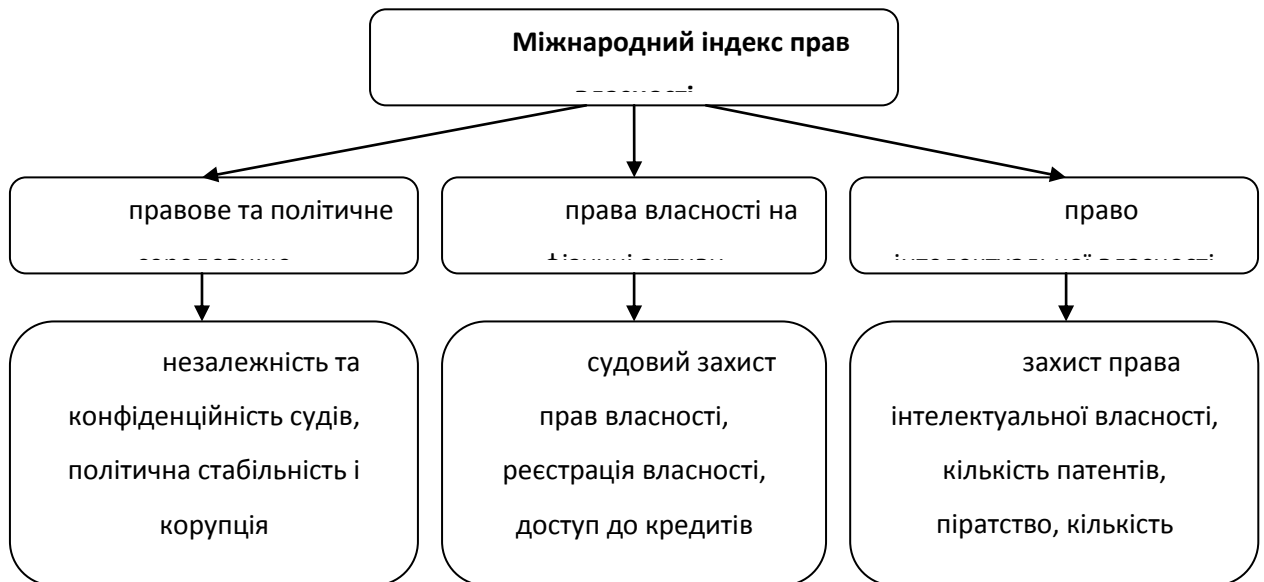


Рис. 1.12. Міжнародний індекс прав власності

Джерело: складено автором

Автори рейтингу стверджують, що захищеність прав власності є важливим фактором добробуту населення. Відповідно, добробут населення є однією із характеристик конкурентоспроможності національної економіки. Дослідження показують, що чим більше балів має країна за індексом IPRI, тим вищим є рівень ВВП на душу населення [107, с.42].

Журнал «Economist Intelligence Unit» проводить оцінку «Індексу конкурентоспроможності сфери ІТ (інформаційні технології)». Рейтинг охоплює 26 індикаторів і 66 країн.

Індикаторами індексу є: сприятливість бізнес-середовища, ІТ інфраструктура, людський капітал, правове регулювання, розвиненість R&D (наукові дослідження та розробки) середовища, підтримка розвитку сфери інформаційних технологій [107, с.39-53].

Якість життя населення країни характеризує міжнародний рейтинг, що розраховують фахівці International Living Magazine [66].

Індекс якості життя - це комплексний показник, який характеризує рівень суспільного розвитку, якого досягла країна, зокрема в області культури, дозвілля, інфраструктури, безпеки і клімату. Індекс характеризує 194 країни [76, с.4-13].

Окрім цього індексу застосовується ще Індекс людського розвитку, призначений для порівняльної оцінки рівня добробуту, письменності та середньої тривалості життя в країні. Його було розроблено в 1990 році пакистанським економістом Махбубом уль Хаком, і він подається ООН у щорічних звітах із 1993 року (рис.1.13.) [22, с.25-28].

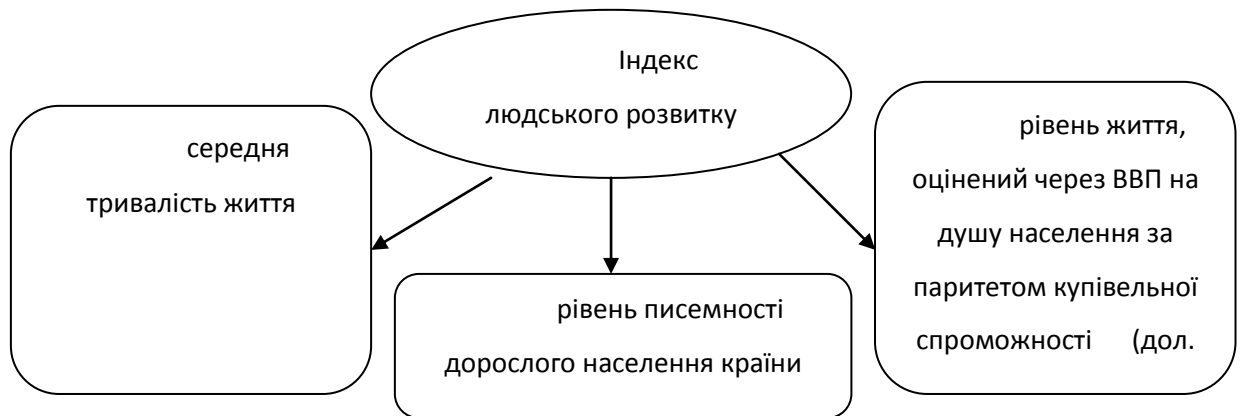


Рис. 1.13. Складові індексу людського розвитку

Джерело: складено автором за даними [22]

При формуванні оцінки рівня економічного розвитку країни і безпосередньо вартості кредитних ресурсів, що залучаються державою важливим є кредитний рейтинг. Кредитний рейтинг являє собою незалежну суб'єктивну якісну оцінку, якою інвестори керуються при визначенні ступеня довіри до кредитора і допомагає приймати рішення про здійснення інвестицій. Кредитний рейтинг – офіційний висновок про кредитоспроможність держави, фінансової організації чи компанії [50, с.49]. Рейтинг не є рекомендацією щодо придбання тих чи інших цінних паперів або надання кредиту, у рейтингу відсутні будь-які коментарі щодо ринкових цін, ринкових умов або поведінки інвесторів. Рейтинг не є аудиторською перевіркою або кількісною оцінкою емітента, він оцінює лише ступінь кредитного ризику, котрий можна розглядати лише як один з факторів, спроможних впливати на рішення про здійснення інвестицій.

«Кредитний рейтинг – умовний вираз рівня кредитоспроможності позичальника, його можливості і бажання виконувати свої боргові зобов'язання, що дозволяє визначити ймовірність дефолту» [79, с.367].

Кредитний рейтинг є мірилом ризику невиконання боргових зобов'язань. Високий кредитний рейтинг дозволяє державі отримати кошти на довший термін за нижчими відсотковими ставками.

Суверенний кредитний рейтинг, котрий отримують держави - емітенти боргових зобов'язань, є системою умовних показників оцінки можливості і готовності уряду країни погашати випущені боргові зобов'язання в національній і іноземних валютах у відповідності з умовами їх випуску, тобто кредитний ризик країни-емітента.

Водночас С.Марченко зазначає, що кредитний рейтинг є й важливим критерієм інвестиційної привабливості та платоспроможності країни, визначає рівень інвестиційної безпеки країни [50, с.49].

Отримання суверенного кредитного рейтингу дає країні-емітенту значні переваги:

1. Кредитний рейтинг покращує умови доступу емітента на фінансові ринки за рахунок підвищення довіри інвесторів і кредиторів до його боргових зобов'язань. Це може призвести до зниження витрат фінансування: інституційні інвестори, як правило, не придбають боргових зобов'язань, які не мають рейтингу, і згодні це зробити тільки за умови високої дохідності, так званої «премії за невизначеність». Крім того, емітент отримує більш широкий вибір на ринках капіталу. В нього більше альтернатив у джерелах фінансування, що дає можливість вибирати найбільш ефективні форми позик і оптимізувати вартість запозичення.

2. За дослідженнями С.Марченка, пенсійні фонди та страхові компанії, які є основними інвесторами на ринку суверенних боргових зобов'язань, вкладають свої кошти в «найбільш безпечні» цінні папери, тобто ті, які мають найвищі кредитні рейтинги. Законодавство регулює безпечність формування інвестиційних портфелів: 60% портфеля повинні

становити цінні папери з рейтингом AAA, 30% - AA та A, не більше 5% - з рейтингом нижче A.

3. Кредитний рейтинг дозволяє спростити процедуру розміщення боргових зобов'язань [51, с.59].

4. При високих кредитних рейтингах уряд має можливість залучати позики на вигідніших умовах: із меншими відсотками і на більші строки [51, с.59].

5. Суверенні кредитні рейтинги впливають на формування рейтингів приватних національних компаній, оскільки дуже рідко приватні компанії мають вищі рейтинги, ніж уряди національних держав [50, с.49].

6. Рейтинг допомагає впливати на сприйняття інвесторами кредитних ризиків і полегшує доступ на ринки капіталу навіть у складні періоди. Діяльність рейтингових агентств супроводжуються аналітичними коментарями, які сприяють підтримці впевненості у учасників ринку.

7. Отримання суверенного рейтингу країною дає можливість отримати кредитний рейтинг іншим емітентам - муніципалітетам, регіонам та підприємствам.

8. Кредитний рейтинг часто використовується банками та іншими фінансовими посередниками для прийняття рішень по кредитуванню, угод на грошовому ринку. Багато компаній віддають перевагу не розкривати свою фінансову інформацію в процесі ведення ділових переговорів. В такому випадку кредитний рейтинг емітента служить надійним орієнтиром кредитоспроможності.

9. Кредитний рейтинг, будучи незалежною думкою, може захистити державу і її цінні папери від неадекватних підозр неплатоспроможності, що викликані дефолтом інших країн. Однак, варто звернути увагу, що у випадку зниження кредитних рейтингів деяких країн і виникнення можливості їх дефолту недовіра кредиторів може поширюватися й на інші країни з подібним станом економіки, країни-члени певного економічного об'єднання.

10. Присвоєння кредитного рейтингу дозволяє стимулювати додаткове залучення прямих іноземних інвестицій в країну та спростити експортно-імпортні операції [51, с.56].

Суверенний кредитний рейтинг розробляється спеціалізованими рейтинговими агентствами за певною рейтинговою шкалою. В умовах розвинутої інвестиційної індустрії шкала кредитного ризику стала найважливішим і майже єдиним інструментом прийняття інвестиційного рішення.

У міжнародному рейтинговому бізнесі домінує невелика кількість компаній. Найбільш визнаними серед міжнародних інвесторів є два американських рейтингових агентства - «Standard and Poor's Corporation» («S&P») і «Moody's Investors Service, Inc.» («Moody's»), обидві з яких займаються рейтинговою справою понад 50 років. Ключовими факторами потужності компаній є загальновизнаність їх рейтингів серед міжнародних інвесторів, емітентів і регулюючих органів.

«Standard and Poor's Corporation» можна вважати найдавнішим рейтинговим агентством, свою історію воно бере ще з 1850-х років, коли Генрі Пур редактор журналу American Railroad Journal оцінив інвестиційну привабливість американських залізниць. Цю ідею пізніше в 1900 році продовжив ще один журналіст Джон Муді, який вперше почав друкувати рейтинги цінних паперів у відповідності до ступеня їх надійності. Певної кризи довіри ці сформовані агентства зазнали в часи Великої депресії, однак пізніше держава взяла участь у підтримці діяльності рейтингових агентств [79, с.369].

Методологія, якою користуються рейтингові агентства при визнанні рейтингу тієї чи іншої країни, складається з двох головних компонентів: політичного ризику та економічного ризику.

Перший елемент стосується готовності держави виконувати свої боргові зобов'язання і залежить від стабільності таких факторів, як політична система, соціальне середовище, міжнародні відносини.

Економічний ризик характеризує ступінь спроможності країни виконувати свої боргові зобов'язання і залежить від таких факторів, як зовнішнє фінансове становище, гнучкість платіжного балансу, структура економіки і темпи її приросту, управління економікою і економічними перспективами.

Слід зазначити, що для країн з перехідною економікою, до яких належить Україна, головний акцент при прийнятті рішення про встановлення суверенного кредитного рейтингу робиться на оцінці ступеня політичного ризику, який визначається як ступінь стабільності політичної системи, соціальної атмосфери і міжнародних відносин.

Оцінка стабільності політичної системи зосереджується на таких факторах, як порядок зміни політичного лідерства, реагування і пристосування системи до перемінних соціальних і економічних умов, ступінь консенсусу з приводу основних політичних, соціальних і економічних проблем, ступінь участі народу в політичних процесах, централізація процесу прийняття рішень і характеристика основних політичних партій і коаліцій.

Стабільність соціальної атмосфери оцінюється шляхом вивчення економічних факторів (рівень життя, розподіл багатства та доходів, стан ринку праці) та неекономічних факторів (культурні і демографічні характеристики населення і політична значущість важливих регіонально расових, релігійних та інших культурних відмінностей у країні).

Вплив міжнародних відносин на політичні ризики визначається ступенем інтеграції в міжнародну торгівлю і міжнародні фінансові системи, ризиком національної безпеки країни.

Для визначення кредитного рейтингу країни міжнародні рейтингові агентства укладають угоди з урядовими організаціями, зокрема, з Міністерством фінансів про отримання інформації, що характеризує економічний розвиток країни. Відповідно агентствам надається статистична інформація щодо номінального та реального ВВП, структури

населення та кількості безробітних, оцінюється ефективність діяльності уряду та індекс розвитку людини, обсяги експорту та імпорту країни, розмір внутрішнього та зовнішнього боргу.

Реєстрація в списку CreditWatch вказує на те, що рейтинг може бути змінений найближчим часом. Це слугує сигналом для інвесторів про те, що проводиться додатковий аналіз. У випадку, якщо не виникає ніяких непередбачуваних подій, перегляд рейтингу відбувається один раз на рік.

Загалом рейтинги кредитних агентств класифікуються таким чином (табл.1.2.).

Дохідність облігацій за методикою Moody's визначається відповідно до кредитних рейтингів таким чином: Aaa-6,7% річних, Aa-6,9%, A-7,9%, Baa-7,3% річних [79, с.371].

Варто зазначити, що відносини з МВФ також впливають на формування кредитних рейтингів [81, с.432]. У випадку невиконання умов МВФ або перегляду надання позик кредитні рейтинги країн можуть зазнавати деякого зниження.

Таблиця 1.2.

Порівняльне значення кредитних рейтингів різних агентств

Загальне значення рейтингів	Moody's	S&P	Fitch
Висока здатність до виконання фінансових зобов'язань	Aaa	AA A	AAA
	Aaa	AA	AA
	A	A	A
Достатня до виконання фінансових зобов'язань, але більш висока чутливість до несприятливих економічних умов	Baa	BBB	BBB
	Ba	BB	BB
	B	B	B
Небезпечне становище. Виконання зобов'язань або цілком залежить від несприятливих ділових, фінансових і економічних умов, або оголошено банкрутство, але виконання	Ca	CCC	CCC
	Ca	CC	CC
	C	C	C

фінансових зобов'язань здійснюється.			
Дефолт (неплатіж) по фінансових зобов'язаннях		SD	D
		D	

Джерело: складено автором на основі даних Міністерства фінансів України

Кредитний рейтинг є індикатором, який оцінює країну, як позичальника, визначає її місце на світових ринках капіталів і можливості конкуренції цінних паперів на цих ринках.

За допомогою описаних індексів та рейтингів здійснюється оцінювання конкурентоспроможності економіки країни, порівняння окремих позицій з показниками інших країн.

На нашу думку, конкурентоспроможність економіки країни – це здатність країни конкурувати на світових ринках товарів та послуг за рахунок наявності сукупності природних, економічних, людських та інституційних факторів, що дозволяє підвищити національне багатство та добробут громадян.

Ми би хотіли звернути увагу, що поряд із сукупністю матеріальних ресурсів, що дозволяють забезпечувати виробництво конкурентних товарів і послуг в певній країні, необхідними є макроекономічна, політична та інституційна стабільність в країні, сприятливе бізнес-середовище, розвиток наукових досліджень і відповідно технологічний прогрес, забезпечення високої кваліфікації людських ресурсів, і належний розвиток інфраструктури.

На нашу думку, основні складові конкурентоспроможності економіки країни включають такі елементи (рис. 1.14.):

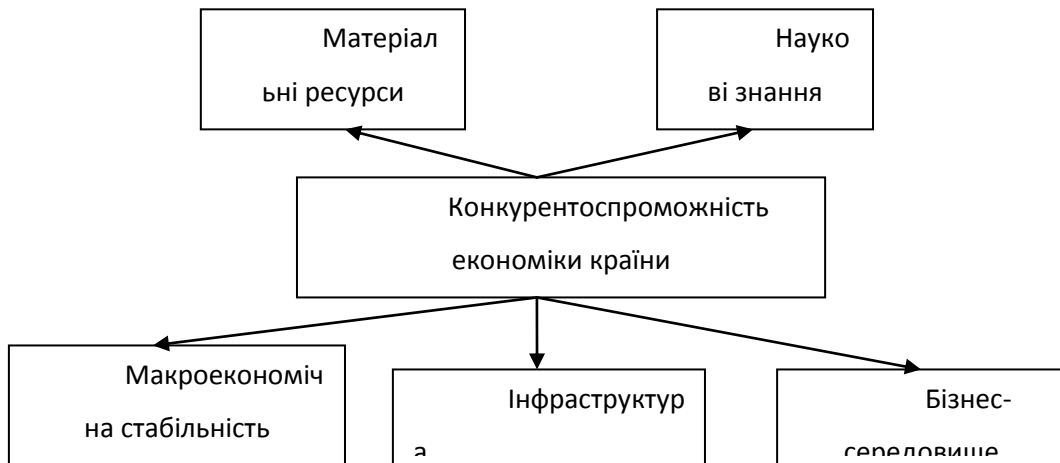


Рис. 1.14. Складові елементи конкурентоспроможності економіки країни

Джерело: розроблено автором

Для формування конкурентоспроможної економіки необхідним є наявність сукупності матеріальних і людських ресурсів, наукових та технічних знань, інституційної, транспортної та соціальної інфраструктури, що в ефективному поєднанні дозволяє забезпечити розвиток промисловості і сільського господарства, і сформувати національний конкурентоспроможний ринок товарів і послуг, забезпечити економічне зростання і підвищити добробут населення.

Зовнішні державні запозичення можуть сприяти розвитку конкурентоспроможності економіки країни як додатковий фінансовий ресурс, спрямований на виробництво конкурентних товарів і послуг, розвиток промисловості та сільського господарства, вдосконалення інфраструктури.

2.3. Методичні підходи оцінювання впливу обсягу зовнішніх державних запозичень на конкурентоспроможність економіки країни

Виникнення державного боргу є звичайним наслідком економічної активності. В певний час одні економічні одиниці отримують додаткові доходи, в той час як інші відчувають їх нестачу. Водночас нарощування

боргу надає можливість обом збільшувати споживання і стимулювати економічне зростання.

Проте запозичення здійснюються з умовою, що боржник зможе розрахуватися за своїми зобов'язаннями в майбутньому. Якщо доходи боржника будуть нестабільними або існуватиме нестача ліквідних ресурсів для обслуговування зовнішньої заборгованості, можуть виникнути проблеми обслуговування боргу, і поступове нарощення державної заборгованості призводить до ситуації, коли країна-боржник не здатна розрахуватися за своїми зобов'язаннями. За даних умов надходження від міжнародних фінансових операцій не можуть бути повністю ефективно використані. Отже, виникає потреба належного ризик-менеджменту і утримання зовнішньої заборгованості на прийнятному рівні [146, с.171].

Ми би хотіли звернути увагу, що лише за дотримання граничних розмірів зовнішніх державних запозичень може існувати позитивний вплив залучення іноземних фінансових ресурсів на конкурентоспроможність економіки країни.

Тому в даному питанні ми хочемо розглянути сутність та значення боргових показників. Для цього спочатку варто звернути увагу на оцінку державної заборгованості МВФ, який виділяє показники платоспроможності та ліквідності державної заборгованості.

Платоспроможність визначається як можливість країни виконувати свої зовнішні державні зобов'язання на постійній основі. Однак, встановлення можливості держави сплачувати свої боргові зобов'язання є недостатнім для оцінки боргової ситуації в країні. В теорії країна є платоспроможною, якщо теперішня вартість чистих відсоткових платежів за боргом не перевищує теперішньої вартості інших надходжень платіжного балансу (переважно доходи від експорту) за мінусом вартості імпорту.

Однак, на практиці країни перестають обслуговувати свої зовнішні зобов'язання задовго до того, як досягається ця вимога - на межі, коли

обслуговування боргу стає надто дорогим для країни з огляду на її економічні і соціальні цілі. Отже, доречним питанням в цілому є бажання платити, а не теоретично макроекономічна можливість сплачувати борги. Встановити, чи країна є платоспроможною і бажає платити, не є легким завданням.

При аналізі проблем платоспроможності також важливо враховувати взаємозв'язок зовнішньої державної і корпоративної заборгованості. Якщо існує ризик неспроможності державного сектору виплачувати відсотки за залученими запозиченнями, то це може спричинити різке скорочення фінансових потоків до всіх секторів економіки, оскільки уряди можуть накласти мораторій на погашення заборгованості і ввести валютні обмеження. Значні розміри державної заборгованості можуть зруйнувати урядові зобов'язання виплат по гарантованих зобов'язаннях приватного сектору.

Проблема ліквідності – це нестача ліквідних активів, що зумовлює неспроможність уряду країни розраховуватися за поточними зовнішніми державними зобов'язаннями. Як наслідок виникає криза неплатоспроможності уряду. Водночас виникнення проблеми ліквідності може бути і не пов'язане з неплатоспроможністю уряду у випадку втрати довіри і реалізації ділових операцій, які впливають на міжнародні резерви країни.

Проблеми ліквідності можуть бути спричинені, наприклад, різким падінням доходів від експорту або зростанням відсоткових ставок (іноземних або внутрішніх) чи цін на імпортні товари та послуги. Валютні і процентні складові зовнішнього боргу, структура заборгованості і наявність активів для погашення заборгованості є важливими факторами уразливості економіки до кризи ліквідності зовнішніх зобов'язань. Механізм узгодження і взаємозв'язку позик є важливим для управління зовнішніми державними запозиченнями [146, с.172].

Варто також відзначити, що стан платіжного балансу країни є також важливим чинником, оскільки при сталому дефіциті платіжного балансу стан зовнішньої державної заборгованості країни може стати нестабільним (що відобразатиметься в зростанні показника відношення зовнішнього державного боргу до ВВП). Фінансування постійно зростаючого дефіциту платіжного балансу через випуск боргових інструментів призводить до зростання боргового тягаря, що руйнує платоспроможність і підвищує уразливість до зовнішніх шоків, та в кінцевому результаті до виникнення значних обсягів заборгованості.

Показники оцінки зовнішньої державної заборгованості дають можливість визначити, проаналізувати потенційні ризики, пов'язані із залученням зовнішніх державних запозичень і, таким чином, сприяють ефективному управлінню державною заборгованістю. Індикатори зовнішньої державної заборгованості в середньостроковій перспективі дозволяють передбачити можливі тенденції розвитку. Водночас показники зовнішньої державної заборгованості повинні бути враховані разом з ключовими економічними і фінансовими змінними, особливо економічним зростанням і відсотковими ставками, що можуть в середньостроковій перспективі визначати майбутні можливі розміри залучення зовнішніх державних запозичень [135, с.172].

Варто звернути увагу, що визначення граничних обсягів для показників оцінки зовнішньої державної заборгованості є складним питанням. Оскільки аналіз макроекономічної ситуації може допомогти розробити систему сигналів про можливість боргової кризи або виникнення складностей в обслуговуванні зовнішнього державного боргу країни, порівняння абсолютних розмірів показників зовнішньої державної заборгованості не є необхідним. Наприклад, високий або низький рівень певного показника боргового навантаження може бути обмежений у використанні як індикатор зовнішньої вразливості, тоді як постійна

тенденція зростання певного показника протягом деякого періоду часу вже може свідчити про виникнення боргових ризиків.

В цілому, МВФ виділяє два типи боргових показників: одні базуються на змінних величинах (наприклад, що співвідносяться до боргу або ВВП) і відповідно називаються змінними показниками, оскільки чисельник або знаменник або й обидві частини є змінними; і ті, які базуються на сталих величинах (чисельник і знаменник сталі величини) (рис.2.1.).

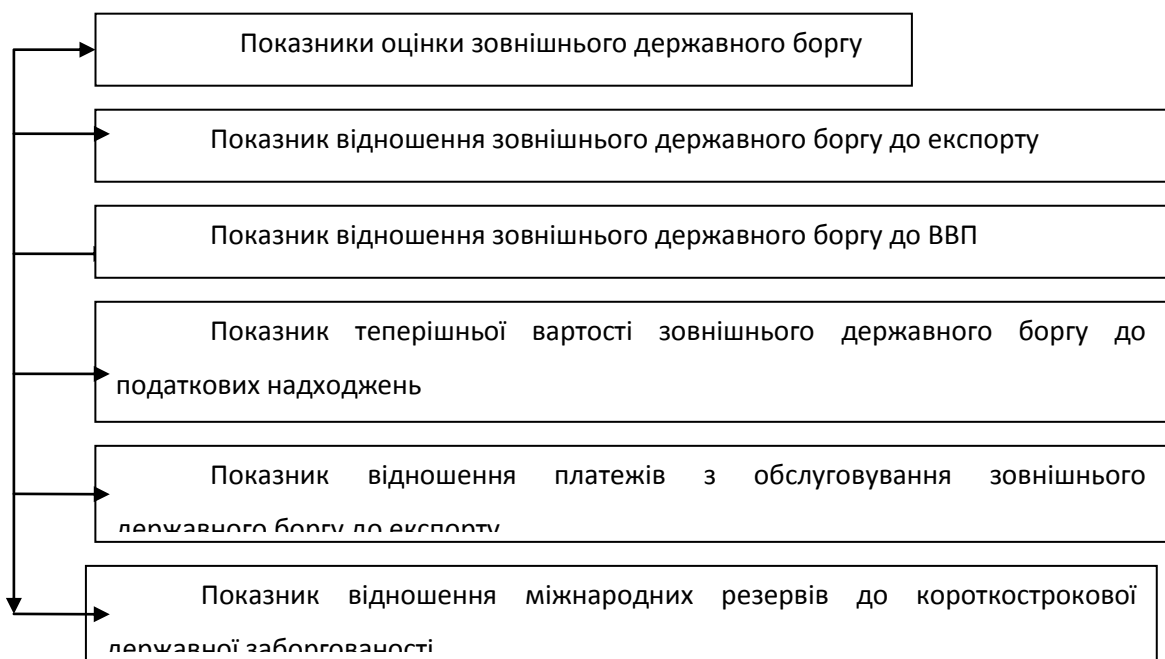


Рис. 2.1. Показники оцінки зовнішнього державного боргу за методикою МВФ

Джерело: складено за даними МВФ

Надамо коротку характеристику зазначеним показникам.

Зокрема, показник відношення зовнішнього державного боргу до експорту визначається як відношення зовнішньої державної заборгованості на кінець року до обсягу експорту товарів та послуг за даний рік. Цей показник використовується як індикатор боргової стабільності, оскільки зростання боргу вищими темпами, ніж джерело зовнішніх надходжень країни може вказувати на неспроможність розраховуватися за борговими зобов'язаннями в майбутньому.

Ми би хотіли звернути увагу, що показники, які базуються на розмірі зовнішнього державного боргу загалом мають певні недоліки. По-перше, країни, які використовують зовнішні державні запозичення для здійснення інвестиційної діяльності (що принесе прибутки в майбутньому) можуть мати високі показники відношення зовнішнього державного боргу до експорту, але це не впливає негативно на економіку, як наприклад, у випадку використання державних запозичень на поточні потреби. Також коли залучені інвестиції будуть використовуватися в експортоорієнтованих галузях, показник борг/експорт може зменшуватись. Тому цей коефіцієнт варто обраховувати за рахунок співставлення зовнішнього державного боргу до експорту після середнього періоду впровадження інвестицій (Зрозуміло, що досить важко слідкувати за прибутковістю використаних запозичень). В цілому, як висновок, варто визначати показники боргового навантаження в середньостроковій перспективі.

По-друге, деяким країнам може бути вигідно використовувати довгострокові запозичення, тоді як інші сплачують за даний вид запозичень високі відсоткові ставки. Для других краще обліковувати і аналізувати середню вартість запозичень або оцінювати наявну вартість зовнішнього боргу за вирахуванням потоків амортизаційних виплат включаючи відсотки. Для аналізу боргової стабільності країн з високою заборгованістю (НІРС) МВФ використовує вимірювання наявної заборгованості до експорту і до надходжень від податків. Високі і стабільно зростаючі показники відношення зовнішнього боргу до експорту можуть свідчити про появу негативних тенденцій.

Для оцінки зовнішньої державної заборгованості часто використовується показник відношення зовнішнього державного боргу до ВВП, який визначається як сума зовнішньої державної заборгованості на кінець року до річного ВВП. Цей показник може забезпечувати часткову оцінку можливості обслуговування зовнішньої державної заборгованості

через переведення ресурсів з виробництва товарів та послуг всередині країни на виробництво експортоорієнтованих товарів. Справді, країна може мати високі показники відношення боргу до обсягів експорту і низькі відношення боргу до ВВП, якщо виробництво експортних товарів становить низьку частку ВВП.

Хоча коефіцієнт відношення боргу до ВВП не критикується так як показників на основі експорту (що пов'язано із змінами величини експорту і ціновою нестабільністю), він може бути менш надійний на певний момент часу внаслідок недо- або переоцінки реальних розмірів інфляції, що може значно викривити показники ВВП. Також, як і у випадку визначення показника відношення зовнішнього державного боргу до експорту, важливо брати до уваги рівень розвитку країни і поєднання боргу на пільгових і не пільгових умовах.

У розумінні показників боргового навантаження чисельник (розмір зовнішнього державного боргу) знову необхідно вимірювати використовуючи майбутні прогнози обсягів платежів з обслуговування боргу здисконтованих на ринкові відсоткові ставки [135, с.175].

Іншим індикатором зовнішньої державної заборгованості може бути показник теперішньої вартості зовнішнього державного боргу до податкових надходжень. Він визначається відношенням обсягу майбутніх платежів з обслуговування зовнішнього державного боргу дисконтованого на ринкові відсоткові ставки до щорічних податкових доходів. Цей індикатор може бути використаний як критерій стабільності в тих країнах з відносно відкритою ринковою економікою, що стикаються з проблемою значного фіскального навантаження внаслідок здійснення зовнішніх державних запозичень. За даних умов доречним є мобілізація урядом внутрішніх ресурсів, і показники відношення зовнішнього державного боргу до експорту або ВВП не вимірюються. Зрозуміло, що зростання даного показника свідчить про наявність проблем з обслуговуванням зовнішньої державної заборгованості.

Показник відношення платежів з обслуговування зовнішнього державного боргу до експорту є ще одним важливим індикатором зовнішньої заборгованості і визначається як відношення виплат основної суми боргу, відсотків і зборів довго- і короткострокової заборгованості до експорту товарів і послуг. Фокусування на платежах дозволяє враховувати поєднання запозичень за пільговими і звичайними умовами, їх зміну в часі, що може містити потрібну інформацію про структуру обслуговування кредиту в середньостроковому періоді. Крім того, даний показник може бути корисним індикатором стабільності зовнішнього державного боргу, оскільки це може забезпечити розуміння політичного впливу на обслуговування боргу.

Водночас показник відношення платежів з обслуговування боргу до експорту має певні обмеження використання, оскільки існує можливість зміни вартості обслуговування боргу і доходів від експорту кожного року. По-перше, амортизаційні платежі за короткостроковими запозиченнями часто виключаються з вартості обслуговування зовнішньої державної заборгованості. По-друге, багато економік лібералізувало свої торговельні режими і експортують більшу частку вироблених товарів і послуг. Але водночас вони більше імпортують, і частка імпорту стрімко зростає. Таким чином, даний показник, не скоригований на вартість імпортованих товарів та послуг, може бути суттєво занижений.

Наступним показником, який відіграє значну роль в оцінюванні боргового тягаря, є відношення міжнародних резервів до короткострокової заборгованості. Він визначається як відношення обсягів міжнародних резервів, доступних органам монетарного регулювання, до обсягу короткострокової заборгованості країни на певну дату. Цей показник може бути доволі корисним індикатором достатності резервів, особливо для країн з неналагодженим доступом до міжнародних ринків капіталів. Він показує, чи міжнародні резерви перевищують зазначену за графіком амортизацію коротко-, середньо- та довгострокової зовнішньої державної

заборгованості протягом року, є граничною межею, до якої країна має можливість виплачувати заборгованість за своїми зовнішніми зобов'язаннями нерезидентам за рахунок власних міжнародних резервів. Коефіцієнт показує, як швидко країна буде змушена адаптуватись сплачувати свої борги самостійно, якщо вона не зможе більше залучати зовнішні запозичення, наприклад, через несприятливі зміни на міжнародних ринках капіталу.

Подібний показник можна розраховувати, зосереджуючи увагу лише на державних запозиченнях в іноземній валюті. Це може бути особливо важливим для економіки, що відкрита до ринків капіталів і з великою зовнішньою державною заборгованістю в іноземній валюті.

Цікаво, що в більшості теоретичних моделей не враховується структура зовнішніх державних запозичень за їх терміновістю, оскільки вважається, що ринки капіталів є досконалыми. Однак, ринки рідко є досконалыми, навіть, у розвинутих країнах. І декілька валютних криз, що мали місце в країнах, що розвиваються, в середині 1990-х років показали, що надмірне зростання короткострокової заборгованості відносно міжнародних резервів може мати негативні наслідки навіть для країн, які вважалися платоспроможними. Досвід показав, що країни з високим рівнем короткострокової зовнішньої державної заборгованості більш уразливі до кризи ліквідності.

Водночас, при інтерпретації показника відношення міжнародних резервів до обсягів короткострокової заборгованості потрібно враховувати значну кількість факторів. По-перше, значні обсяги короткострокової зовнішньої заборгованості не обов'язково призводять до виникнення кризи. Багато розвинутих країн мають вищі показники відношення короткострокової заборгованості до міжнародних резервів, ніж країни, що розвиваються, котрі показали значну уразливість до фінансових криз. Водночас, основні макроекономічні показники, зокрема, дефіцит платіжного балансу і нетто-курс, мають важливе значення. Варто звертати

увагу на режим валютного курсу в країні. Зокрема, гнучке валютне регулювання може зменшити ймовірність і втрати від кризових явищ. Історичний досвід показує, що навіть у випадку наявності значних обсягів міжнародних резервів країна не завжди може виплатити заборгованість за своїми зовнішніми запозиченнями [135, с.176].

Міжнародна організація вищих органів фінансового контролю (International Organization of Supreme Audit Institutions - INTOSAI) також здійснює оцінку боргової стабільності країн і в свою чергу виділяє три типи індикаторів, що використовуються для вивчення державної заборгованості.

Кожен тип індикаторів має свої характерні риси, що робить неможливим їх розгляд окремо. INTOSAI виділяє індикатори уразливості, автономності і фінансові, визначення яких сприяє ефективному управлінню державною заборгованістю (див. рис.2.2.) [124, с.5].

Детальніше опишемо зазначені в схемі індикатори, що визначаються INTOSAI. Як бачимо, індикатори оцінки зовнішньої державної заборгованості INTOSAI дещо відрізняються від системи показників МВФ.

Індикатори уразливості охоплюють державний сектор, фінансовий сектор, домогосподарства і фірми. У випадку перенапруження економіки, дисбаланси в окремому секторі можуть викликати проблеми і в інших секторах. Таким чином, наслідки державного дефіциту можуть привести до спекулятивних коливань обмінних курсів або зруйнувати міцність банків, що володіють борговими цінними паперами, поширюючи кризу на фінансовий сектор.

РОЗДІЛ 3

ОПТИМІЗАЦІЯ СТРУКТУРИ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ.

3.1. Становлення боргового ризик-менеджменту в Україні

INTOSAI в оцінці боргової стабільності використовує показники оцінки міжнародних фінансових інституцій та власні експертні дослідження.

Серед індикаторів, які міжнародні фінансові інституції вважають необхідними для оцінки рівня боргового навантаження, можна виділити такі:

- боргові показники, включаючи строки погашення боргів, графіки погашення, чутливість до відсоткових ставок, частка заборгованості в іноземній валюті;

- індикатори, що базуються на відношенні до міжнародних резервів, є дуже важливими, оскільки оцінюють можливість уникнення країною кризи ліквідності. Взаємозв'язок між резервами і короткостроковою заборгованістю є ключовим параметром оцінювання уразливості країн з певним, обмеженим доступом до ринку капіталів;

- індикатори фінансової стабільності використовуються для оцінки сили і слабкості фінансового сектору держави. До них відносять капіталізацію фінансових інституцій, якість активів, прибутковість та ліквідність, темпи та якість зростання кредитів. Дані показники використовуються для аналізу чутливості фінансової системи до ринкових ризиків, коливань відсоткових ставок і обмінних курсів.

Наслідки глобальної економічної кризи 2008-2009 років вказують на те, що уряди повинні спрямувати свої сили на підтримку різних секторів економіки, включаючи фінансовий, забезпечувати створення фондів для покриття непередбачених витрат. Непередбачені зобов'язання можуть зумовити значне зростання державної заборгованості.

З метою задоволення цих потреб міжнародні інституції, уряди і представники урядової сфери дослідили різноманітні сфери можливостей управління і запобігання уразливості економіки до боргових шоків. Найбільш підтвердженими індикаторами уразливості є коефіцієнти, що базуються на порівнянні з ВВП [124, с.8].

Після статті Бланкарта (1990) [123] і завдяки складнощам у використанні інших індикаторів у спеціалізованій літературі легко відстежити, що коефіцієнтом, який найчастіше використовується для характеристики боргу є відношення запозичень до ВВП та його динаміка. Як ми вже зазначали вище, цей показник вимірює рівень боргового тягара по відношенню до економічної активності в країні. В даному випадку беззастережно вважається, що ресурси ВВП є достатніми для фінансування боргового тягара, що в сутності своїй не є істиною. Однак, цей індикатор вважається найбільш важливим для оцінки рівня заборгованості країни, підкреслюючи платоспроможність уряду. Також, було визначено ряд інших показників, що використовують критерії співвідношення боргу до ВВП. Деякі з них мають на меті оцінку відношення відсоткових платежів або обсягу заборгованості до різних мірил доходів країни. Основні показники, які використовують цю концепцію нарахування боргів відомі, як індикатори сукупної заборгованості. Деякі з них базуються на визначенні структури заборгованості, тобто на розмірі зовнішніх і внутрішніх зобов'язань, частці зобов'язань з фіксованими, змінними та реальними ставками, і сумою коротко-, середньо- та довгострокової заборгованості. Це важливі індикатори для оцінки еволюції боргу і платоспроможності, вони надають певні сигнали про погіршення або покращення становища уряду [124, с.9].

Пов'язані з вищезазначеним коефіцієнтом показники:

1. Залишок зовнішньої державної заборгованості / внутрішні бюджетні надходження. Цей коефіцієнт вимірює рівень заборгованості відносно платоспроможності уряду. Він показує кількість років, необхідних для сплати всього залишку заборгованості. Незмінний показник відношення боргу до ВВП може спричинити різні наслідки, оскільки він відображає можливості уряду збирати доходи відносно до боргового тягара.

2. Обслуговування зовнішнього державного боргу / внутрішні бюджетні доходи. Цей показник вимірює можливість уряду оплатити обслуговування боргу за допомогою внутрішніх ресурсів. Проте, варто звернути увагу, що в основному розрахунки за зовнішніми державними зобов'язаннями здійснюються за рахунок надходження від експорту.

3. Поточна вартість обслуговування боргу/ бюджетні доходи - вимірює поточну вартість обслуговування боргу відносно платоспроможності уряду.

4. Відсоткові платежі /ВВП. Даний коефіцієнт відображає наскільки обтяжливими для країни є відсоткові платежі. Він також може бути інтерпретований як можливість країни стикнутися з непродуктивними видатками.

5. Відсоткові платежі за зовнішньою державною заборгованістю / внутрішні бюджетні доходи. Вимірює фінансові кошти як пропорцію до податкових доходів. Цей показник звичайно використовується як міра припустимої відхиленості державних надходжень до зростання непродуктивних витрат.

Однак, всі ці індикатори є статичними, оскільки вони відносяться до певного періоду і звичайно більш важливо спостерігати їх еволюцію в динаміці. Це зумовлено існуванням взаємозв'язку між відсотковими ставками і макроекономічними змінними. Вивчення динаміки індикаторів дозволяє нам проаналізувати який зв'язок спостерігається між цими змінними в часі. Ці базові індикатори були доповнені макроекономічними змінними з метою візуалізації уразливості в майбутній перспективі. Для ефективною оцінки зазначені вище показники часто згадуються поряд із такими:

1. Зовнішній державний борг / експорт (Як ми бачили вище цей показник використовується і МВФ). Він показує рівень заборгованості відносно експорту або можливості наявних валют. Цей показник необхідно використовувати разом з вимірюванням частки платежів з обслуговування

зовнішнього державного боргу в експорті товарів та послуг, а також порівнянням непродуктивних витрат з резервами іноземних валют [124, с.10].

2. Чисті міжнародні резерви / Зовнішній державний борг. Цей коефіцієнт показує в скільки разів зовнішні державні зобов'язання перевищують резерви. Переважно супроводжується обрахунком розміру зовнішнього державного боргу до періодичності акумуляції міжнародних резервів. При потребі цей показник може інтерпретуватися як кількість років, необхідних для повернення зовнішніх державних запозичень при збереженні стабільного ритму акумуляції міжнародних резервів.

3. Амортизація боргу / Суми виплат зовнішньої державної заборгованості. Цей коефіцієнт вимірює рівень амортизації державної заборгованості як частку оплати зовнішнього державного боргу. Це оборотний коефіцієнт, який показує чи країна рефінансує свою заборгованість через випуск нових боргових облігацій. Якщо цей коефіцієнт досягає 100, борг не рефінансується за допомогою нових запозичень.

Іншим типом індикаторів є показники фінансової автономності.

Одним із перших індикаторів фінансової автономності є показник, запропонований Бланкартом у 1990 році, який враховує узгодженість поточної податкової політики. Він вимірює наявне податкове навантаження і необхідне податкове навантаження і вимірюється таким чином:

$$t_n^* - t = \frac{\sum g}{n} + (r - q)d^* - t, \quad (2.1)$$

де t_n^* - фіскальне навантаження, d^* - відношення державної заборгованості до ВВП (у нашому випадку зовнішньої), g - видатки, r - відсоткова ставка, q - темп економічного зростання.

Цей індикатор показує розмір податкового навантаження, необхідного для стабілізації показника відношення державної

заборгованості до ВВП. Якщо залежність є від'ємною, то даний індикатор показує, що податковий тягар є недостатнім для стабілізації показника відношення державної заборгованості до ВВП.

Іншим часто використовуваним показником є індикатор короткотермінової різниці платіжного балансу, який показує рівень платіжного балансу, необхідний для стабілізації боргу (визначеного у співвідношенні до ВВП):

$$BP^* - BP = (r_t - n_t)b - BP, \quad (2.2)$$

де BP^* - платіжний баланс, необхідний для стабілізації державної заборгованості, BP - існуючий платіжний баланс, r - динаміка реальної відсоткової ставки, n - темп приросту населення, b - відношення боргу до ВВП.

У випадку рівності перманентного платіжного балансу і поточного платіжного балансу, фіскальна політика не є автономною, оскільки це призводить до зростання показника відношення державної заборгованості до ВВП.

Окрім показників уразливості та фінансової автономності державної заборгованості, які було описано вище, INTOSAI виділяє фінансові показники.

Фінансові індикатори характеризуються залежно від типу ризику.

Є три типи ризику, які впливають на розмір зовнішньої державної заборгованості та платоспроможність уряду, вони можуть бути класифіковані за такими категоріями: ринковий, кредитний ризику та ризик втрати репутації (див. рис. 2.2.).

Ринковий ризик - це втрати, з якими може стикнутися інвестор через зміни в ринкових цінах або в так званих ризик-факторах, таких як відсоткові ставки, обмінні курси тощо, внаслідок чого чиста теперішня вартість портфелю зобов'язань зазнає негативних змін внаслідок зміни ціни боргових інструментів, складових портфолію. Найбільш типовими індикаторами ринкового ризику є:

- відсоткові ставки та крива дохідності. Для уряду міцний ринок надає можливість досягнення кращих фінансових умов в будь-який час. Тому важливо знати відсоткові ставки для кожного типу запозичення і мати можливість порівняти їх. При правильному управлінні запозиченнями можливо досягати оптимальної структури відсоткових ставок для оптимізації розрахунків в різні періоди. Ми би хотіли звернути увагу, що дані показники є дуже важливими для оптимізації залучення зовнішніх державних запозичень.

- середні строки платежу і термін погашення. Ці статистичні показники вимірюють середній термін, впродовж якого країна-боржник повинна стикнутися з обслуговуванням боргу. Показник «середні строки платежу» має обмежене використання, оскільки він враховує лише дати виплати тіла кредиту, тоді як термін погашення враховує також і дати сплати відсоткових платежів. Як правило, чим довший термін погашення облігацій, тим нижчий пов'язаний з ними ризик. Зрозуміло, що короткострокова державна заборгованість негативно впливає на макроекономічну стабільність і відповідно на індикатори конкурентоспроможності економіки країни.

- Графік оплати зовнішнього державного боргу. Використовується як розподіл капітальних платежів на часовому графіку. Можуть бути створені різні адміністративні стратегії формування графіку виплат боргу, але основною ідеєю повинно бути створення таких регулярних виплат боргу, щоб мінімізувати ризики рефінансування значних частин заборгованості у випадку несприятливих ринкових умов. Ми би хотіли звернути увагу, що формування ефективного графіку виплат боргу є однією із важливих і необхідних складових оптимізації використання зовнішніх державних запозичень.

- Втрати за умов виникнення ринкового ризику. Цей індикатор дозволяє оцінювати наслідки в зміні вартості різноманітних стратегій випуску нових державних боргових паперів. Таким чином визначають

максимальний рівень, якого можуть досягти фінансові витрати. Їх калькуляція базується на розподілі витрат пов'язаних з різними ризиковими сценаріями.

Інший тип ризику - кредитний ризик визначається як потенційні втрати, що виникають внаслідок дефолту частини фінансових трансакцій або термінів і умов угоди, також послаблення зазначених в договорі гарантій. Негативні зміни в цінах облігацій можуть виникнути внаслідок невпевненості в обіцянці виплат емітента, що таким чином збільшить ризик додаткових фінансових витрат.

Ще один тип ризику - ризик втрати репутації.

Ризик втрати репутації передбачає втрати в результаті невикористаних фінансових можливостей, спричинених поганою репутацією емітента внаслідок дефолту або погіршення фінансової ситуації. Якщо ринок зрозуміє, що уряд є уразливим, приватні агенти зрештою можуть переглянути інвестиційний портфель або вимагати премію за ризик, збільшуючи фінансові витрати уряду. Аналіз репутації країни можна здійснювати через кредитні рейтинги або суверенні індикатори.

Кредитні рейтинги характеризують стан державної заборгованості країни та платоспроможність уряду.

Криза 2008-2009 років показала, що фіскальний аналіз повинен концентруватися не лише на детальному аналізі прямих зобов'язань країни, включаючи платежі за суверенним боргом, а й бюджетні витрати на поточний рік і довгострокові витрати, зумовлені законом (такі як зарплати і пенсії державних службовців) [124, с.32].

Ще один показник - індикатори суверенного ризику призначені для вимірювання ступеня ризику в країні для іноземних інвесторів. Коли інвестори вирішують, в що і як інвестувати, ставлять мету максимізації доходів, вони також повинні враховувати ризик менших, ніж очікувані доходи, або випадки втрат. Доходи зазвичай вимірюються згідно з

очікуваним рівнем дохідності, і ризик відповідно до очікуваних коливань дохідності. Через великі обсяги наявної інформації і високу вартість її отримання, існують проблеми асиметрії інформації, і, основним чином, неможливість передбачення майбутнього, оскільки важко правильно передбачити очікувану дохідність інвестицій і стандартне відхилення. Індекс суверенного ризику є базовим індикатором економічної ситуації в країні і використовується іноземними інвесторами як додатковий елемент для прийняття рішень. Суверенний індекс рівний перевищенню розміру платежу за облігації в порівнянні з облігаціями Міністерства фінансів США. Хоча індекс суверенного ризику, визначає боргову активність, цей індикатор сам по собі не може описати економічний цикл.

Варто зазначити, що погіршення показників оцінювання репутації країни-емітента цінних паперів можуть негативно впливати на конкурентоспроможність економіки країни.

Наведемо також систему оцінки тягаря зовнішньої державної заборгованості і здатності країни обслуговувати свій зовнішній державний борг, що здійснюється іншою міжнародною фінансовою інституцією - Світовим банком (рис. 2.3.):



Рис. 2.3. Показники оцінки зовнішньої державної заборгованості за методикою Світового банку

Джерело: складено автором за даними [105, с.42]

Як бачимо, значна частина з них співпадає з показниками, які визначаються МВФ і INTOSAI. Зарубіжні та вітчизняні науковці в свою чергу для оцінки зовнішньої державної заборгованості також виділяють ряд показників.

Так, Р. Дорнбуш, С. Фішер наголошували, що необхідно оцінювати співвідношення зовнішньої державної заборгованості до сукупного доходу країни, а не абсолютні розміри зовнішнього державного боргу, оскільки саме ВВП показує масштаби економіки [30, с.124]. Ця ідея є цілком

логічною, адже абсолютні розміри державної заборгованості справді не можуть надати інформацію про платоспроможність уряду кожної країни. Це ми можемо побачити, зокрема, на прикладі США, розмір абсолютної державної заборгованості яких є суттєвим, але водночас це не створює таких загроз економіці країни, як у інших державах, внаслідок значних обсягів ВВП та внутрішніх фінансових ресурсів Сполучених Штатів Америки.

Згідно з оцінкою Ш. Бланкарта, оскільки процентні платежі держави щодо обслуговування державної заборгованості мають здійснюватися за рахунок ВВП, то в довгостроковому періоді темпи приросту державного боргу не повинні перевищувати темпів приросту ВВП [10, с.388].

В. Кляйн в своїй монографії «Переоцінка зовнішнього боргу» для аналізу заборгованості Латиноамериканських країн використовує ряд таких показників, як: обсяг номінального зовнішнього державного боргу, обсяг реального зовнішнього державного боргу, коефіцієнт співвідношення чистого зовнішнього державного боргу (загальний борг мінус обсяг резервів) до експорту товарів і послуг, коефіцієнт співвідношення чистого зовнішнього державного боргу до валового національного продукту, коефіцієнт співвідношення чистих процентних платежів до експорту товарів та послуг [132, с.345].

Грехем Берд і Роберт Повелл звертають увагу на те, що можливість країни розрахуватися за своїми зовнішніми державними зобов'язаннями залежить від того, як країна може накопичувати свої заощадження і перетворювати їх в резерви іноземної валюти. При значному економічному зростанні міжнародні резерви будуть нарощуватися, водночас із економічним зростанням зменшуватиметься співвідношення боргу до ВВП. Подібним чином показник обслуговування боргу (відношення платежів до експортних надходжень) залежить від зростання експорту. Основна частина аналізу зовнішньої заборгованості зводиться до прогнозування економічного зростання та зростання експорту. Але досить

важко передбачити зовнішні шоки, які можуть суттєво вплинути на економічну ситуацію в країні. Спроможність розраховуватися за зовнішніми зобов'язаннями також суттєво залежить від можливості залучати нові позики, які теж важко спрогнозувати. І врешті важливим чинником є внутрішня політика в країні, яка суттєво впливає на її економічне становище і відповідно на економічне зростання та обсяг експорту [130, с.176]. Ми цілком підтримуємо думку Грехема Берда і Роберта Повелла щодо важливості економічного зростання та зростання експортних надходжень для спроможності країни розраховуватися за своїми зовнішніми борговими зобов'язаннями. Варто також відзначити, що у багатьох випадках саме внутрішня політика суттєво впливає на макроекономічне становище в країні і на формування державної заборгованості.

А.М. Мних вважає одним із найбільш важливих показників оцінки боргового тягаря відношення виплат по обслуговуванню і погашенню зовнішнього державного боргу до доходів бюджету та ВВП. Важливим, на його думку, є також розподіл боргового навантаження у часовій перспективі. Негативним є також короткостроковість запозичень, що викликає необхідність залучення нових ресурсів для їх погашення. Водночас А.М.Мних стверджує, що необхідно надавати перевагу внутрішнім запозиченням над зовнішніми. Критерієм ефективності використання запозичень автор вважає показник «величини чистих міжнародних резервів», який визначається як різниця між валовими резервами НБУ і сумою зовнішніх зобов'язань [56, с.14].

У багатьох розвинутих країнах вважається, що допустимим є такі темпи зростання державної заборгованості, коли її приріст не перевищує річного обсягу капіталовкладень [72, с.96].

Важливим і дискусійним є питання гранично допустимих обсягів показників зовнішньої державної заборгованості.

Як бачимо, дослідження міжнародних фінансових інституцій та економістів - науковців щодо граничних розмірів зовнішньої державної заборгованості мають різноманітні результати. Проте, в середньому граничний розмір зовнішнього державного боргу оцінюється в 15-35% ВВП.

Т. Вахненко внаслідок використання методів економічного моделювання встановила, що у випадку досягнення державної заборгованості розміру 75—95% ВВП, ймовірність невиконання державою своїх боргових зобов'язань становить 50%, якщо ж обсяги непогашеного боргу перебувають на рівні 58—64% ВВП, то така ймовірність становить 30%. Для того, аби ймовірність порушення державою графіка боргових платежів не перевищувала 5%, державний борг має становити лише 17% ВВП [16, с.472].

Загалом, існує ряд показників, що характеризують розміри зовнішньої державної заборгованості, представлені як в дослідженнях міжнародних інституцій, так і окремих науковців. Проте, на нашу думку, для оцінки гранично допустимих обсягів зовнішнього державного боргу необхідно враховувати поєднання різних індикаторів. Робити висновки про борговий стан країни, наприклад, лише на основі коефіцієнта співвідношення зовнішнього державного боргу до ВВП є помилковим. Окрім того, варто звернути увагу, що одні й ті самі значення показників в різних країнах свідчатимуть про різний стан платоспроможності уряду. Великий обсяг зовнішньої державної заборгованості не завжди впливає на порушення стабільності макроекономічної системи. Важливим є аналіз системи показників зовнішньої державної заборгованості в динаміці, а також проведення оцінки загального стану економіки досліджуваної країни. Суттєво впливає на можливість країни розраховуватися за своїми зовнішніми зобов'язаннями стан платіжного балансу країни, розміри дефіциту бюджету, темпи економічного зростання. Країни, які мають значний економічний потенціал, займають вагоме місце на міжнародних

ринках капіталів, економіка яких стабільно розвивається і є конкурентоспроможною на світових ринках, можуть обслуговувати більші обсяги державної заборгованості і у випадку виникнення боргових криз, зазнають швидшого відновлення.

3.2. Вплив зовнішніх державних запозичень на розвиток економік країн світу

Протягом останніх десятиліть у всьому світі спостерігається стійка тенденція зростання обсягів державної заборгованості. Державні запозичення виступають одним із додаткових джерел капітальних ресурсів для фінансування як інвестиційних, так і поточних потреб країн.

Вплив зовнішніх державних запозичень на економіки країн світу, на їх конкурентоспроможність є неоднозначним явищем, особливо в період фінансової нестабільності. Так, згідно з дослідженням К. Рейнхарта і К. Рогольфа, внаслідок фінансових криз спостерігається зростання обсягів державної заборгованості (в середньому сягаючи 86%), в основному це зумовлено нестачею бюджетних коштів на урядові витрати [182, с.14]. Фінансова криза 2008-2009 років спричинила зростання обсягів державної заборгованості, переважно зовнішньої, оскільки країни відчувають нестачу фінансових ресурсів для підтримання економічної стабільності. Проте таке нарощення обсягів зовнішньої заборгованості поряд із негативною економічною ситуацією та значними обсягами державних дефіцитів зумовлює виникнення боргових криз, що негативно впливають на конкурентоспроможність економік цих країн.

З огляду на важливість сучасного стану зовнішньої державної заборгованості окремих країн Європейського Союзу і її суттєвий вплив на міжнародну конкурентоспроможність цих країн і світову економіку в цілому, на нашу думку, варто звернути увагу на історію розвитку їх

заборгованості, що є також важливим для аналізу і запобігання повторення даної практики в Україні.

Показовим є факт стрімкого зростання зовнішньої державної заборгованості ряду європейських країн, зокрема, відомих як PIGS (Португалія, Італія, Ірландія, Греція, Іспанія). Поряд із високим темпами приросту обсягів державної заборгованості у відношенні до ВВП наявним в цих країнах є значний дефіцит державних бюджетів.

Боргові кризи, з якими стикнулися країни ЄС, є яскравим прикладом неефективного управління державною заборгованістю і негативного впливу значних обсягів державного боргу на економіку країн, на їх міжнародну конкурентоспроможність.

Боргова криза країн ЄС розвивалася в декілька етапів:

1. Поступове нарощення державної заборгованості ряду країн ЄС, і підвищення обсягів залучення державних запозичень як наслідок нестачі внутрішніх державних коштів у період світової фінансової нестабільності (2002-2009 рр.).
2. Загострення боргової кризи. Залучення кредитів МВФ з метою стабілізації економічної ситуації та покриття витрат на обслуговування існуючої зовнішньої державної заборгованості.
3. Використання фінансових ресурсів Європейського стабілізаційного фонду та монетарних важелів Європейського центрального банку (ЄЦБ).
4. Пошук радикальних планів зменшення державної заборгованості Греції у зв'язку із збереженням негативних економічних тенденцій та поширення боргової кризи на інші країни ЄС.

Так, на першому етапі, протягом останніх декількох років чистий зовнішній борг Греції зріс з 51% ВВП в 2002 році до 83% ВВП в 2009 році. Це відображало зростання дефіциту платіжного балансу до 11 % ВВП в 2009 році.

Як наслідок, 9 травня 2010 року Рада директорів МВФ схвалила трьохрічну угоду Стенд-бай для Греції згідно з терміновим фінансовим механізмом на суму 26.4 млрд. СПЗ (3, 212 % квоти) [154, с.1].

Умовами надання фінансування МВФ було виконання стабілізаційної програми у 6 етапів з детальним описом реформ до 2013 року, з плановими перевітками МВФ. В цілому комплекс реформ включав такі основні напрями:

1. Зменшення показника борг/ВВП з 2013 року і бюджетного дефіциту до 3% в 2014 році.

2. Коригувальні міри: скорочення бюджетних витрат за рахунок скасування додаткових святкових зарплат, обмеження в інвестиціях, зменшення невиправданих соціальних трансфертів, консолідація місцевих бюджетів, нижчі субсидії для державних підприємств; збільшення ПДВ (стандартної ставки з 21 до 23%); проведення фіскальних реформ з метою зниження витрат на адміністрування податків. Водночас, згідно з угодою з МВФ, дані обмеження повинні застосовуватись лише до найбільш заможної верстви населення.

3. Проведення жорсткої пенсійної реформи, що передбачає подовження пенсійного віку, зменшення розміру пенсійних виплат та перегляд цінових пільг.

4. Покращення управління сфери охорони здоров'я (ведення обліку витрат, звітування, вдосконалення механізмів ціноутворення).

5. Проведення структурних реформ з метою поліпшення конкурентоспроможності країни через скорочення кількості працівників міських адміністрацій.

6. Зміцнення банківської системи. Створення Фінансового стабілізаційного фонду, що має на меті забезпечення підтримання достатнього рівня капіталу банків [155, с.10-18].

Згідно із звітом МВФ від вересня 2010 року ці критерії були виконані, водночас, місією МВФ було відзначено наявність слабого

контролю за державними витратами. Поряд із тим економічні реформи з приводу скорочення державних витрат спричинили зростання незадоволення населення та виникнення масових акцій протесту, підриваючи політичну стабільність в країні [154, с.1].

Аналіз, проведений дослідниками МВФ вказував, що стан зовнішньої державної заборгованості дуже чутливий до несприятливих економічних шоків. На динаміку зовнішньої заборгованості Греції негативно впливали низькі темпи економічного зростання; вищі відсоткові ставки, ніж в інших країнах євро зони. Водночас, варто відмітити і значне фінансове навантаження на МВФ – витрати на стабілізацію економіки Греції були найвищими за весь період існування фонду (в перший рік – 584% квоти, в другий – 1550 % квоти і найбільші виплати в 2013 році – 3200%) [155, с.4].

Незважаючи на грошову допомогу ЄС і МВФ фінансова ситуація в Греції погіршувалась. Якщо державний борг Греції в 2009 році становив 115% до ВВП, на кінець 2010 року - 145% до ВВП, то до кінця 2011 року - 150% до ВВП (рис.2.4.) Дефіцит державного бюджету, хоча і зазнав зниження, однак на кінець 2011 року становив 9%, що також можна вважати важливим негативним фактором, який впливає на можливість уряду розраховуватися за своїми зобов'язаннями [190].

Водночас поступово спостерігалось зростання незадоволення громадян багатьох європейських країн у зв'язку з необхідністю виділення фінансових ресурсів цих держав на підтримання стабільності фінансової ситуації в Греції.

Загальний фонд фінансової допомоги для країн євро зони станом становив 865 млрд. євро, 440 млрд. євро складає Європейський фінансовий стабілізаційний фонд, основними членами якого є Німеччина, Франція і Італія (рис.2.6.). Кредитні ресурси МВФ оцінюються до 280 млрд. євро. У випадку використання всіх коштів, США також можуть надати 50 млрд.

євро. В 2012 році було прийнято рішення про створення ще одного стабілізаційного фонду з активами в розмірі 500 млрд. євро (рис. 2.7.).

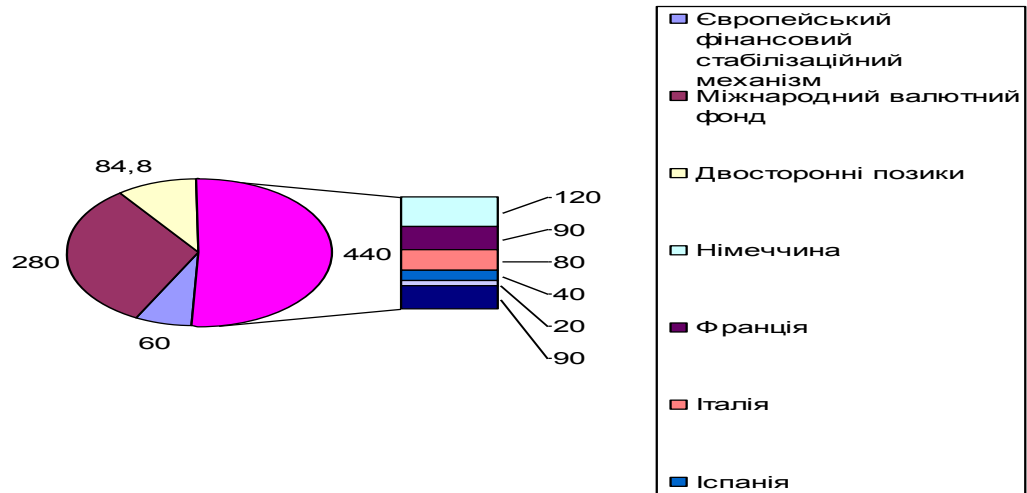


Рис. 2.6. Складові фонду фінансової допомоги, млрд.євро [132]

Джерело: [132]

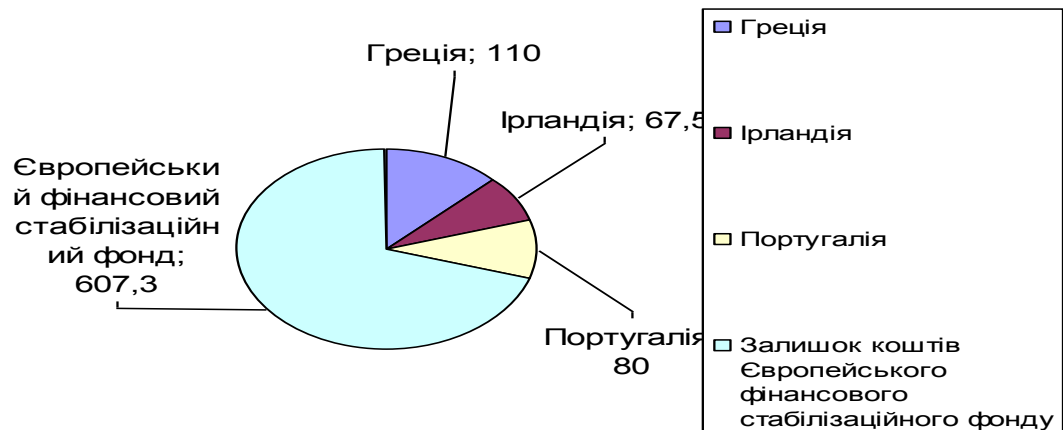


Рис. 2.7. Використання коштів Європейського фінансового стабілізаційного фонду, млрд.євро

Джерело: [129]

Проте протягом останніх років неодноразово поставало питання доцільності подальшого фінансування програми подолання урядом Греції боргової кризи, що вимагає додаткових ресурсів у країн-членів Євросоюзу. Варто зазначити, що отримуючи фінансову допомогу уряд Греції змушений реалізувати ряд економічних реформ, що негативно впливає на суверенну незалежність країни і сприяє поширенню негативних настроїв

серед населення [134]. Збереження негативних тенденцій державної заборгованості та стійкого бюджетного дефіциту зумовили пошук альтернативних варіантів, один із них - реструктуризація державної заборгованості Греції.

Значна кількість економістів вважали, що реструктуризація є дешевшим заходом, ніж надання нових позик, які можуть бути не повернені. Борговий тягар Греції потребував скорочення приблизно на 50%. Європейські чиновники пропонували різні шляхи досягнення цієї мети: зменшення основної суми боргу, зниження відсоткових ставок, подовження строків погашення державної заборгованості [190]. Однак, політики, особливо ті, які беруть участь у виборах в своїх країнах в наступних роках, і повинні звертати увагу на думку громадськості, намагалися відтермінувати жорсткі рішення [138].

Однак, варто звернути увагу, що питання реструктуризації державної заборгованості також викликало дискусії у зв'язку з особливостями структури державної заборгованості уряду Греції, а також її місцем у ЄС.

Єврооблігації грецького уряду знаходяться у власності ЄЦБ, центральних та приватних банків країн Європи, зокрема, значна їх частка - у активах німецьких банків (рис.2.8., 2.9).

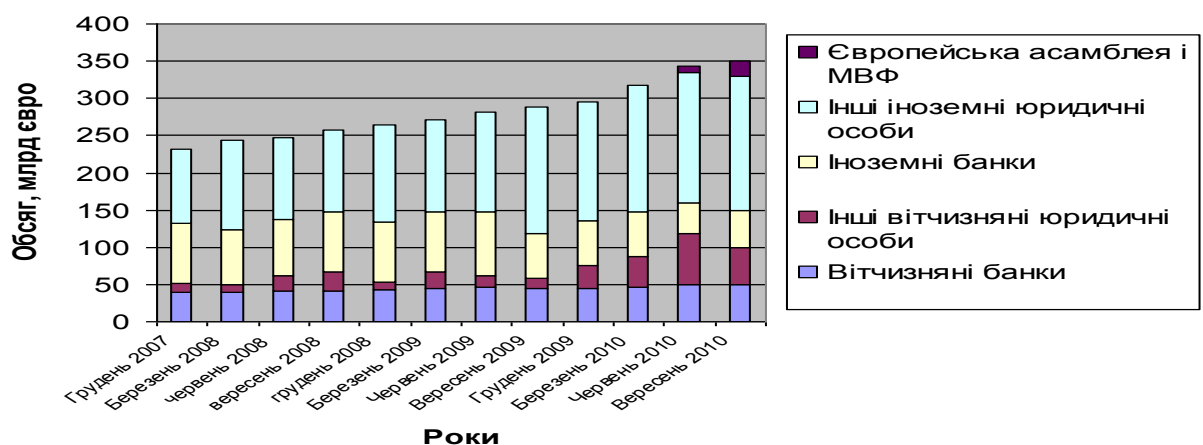


Рис. 2.8. Державний борг Греції за складовими

Джерело: складено за даними МВФ

Лоренцо Смаглі, член ради директорів ЄЦБ зазначав, що реструктуризація державної заборгованості Греції може також суттєво вплинути на стабільність грецьких банків, які володіють значною часткою державних цінних паперів.

У зв'язку з цим у випадку реструктуризації, політики країн ЄС припускають ймовірність поширення кризових явищ на банківські системи країн, що зумовить необхідність додаткової офіційної допомоги, а також ймовірний розвиток боргової кризи в Ірландії, Португалії і навіть Іспанії.

Як бачимо, наявність тісного зв'язку державної і приватної заборгованості в Європі поглибило глибину боргової кризи (рис.2.9.). Бажання зберегти стабільність банківської системи спричинило поступове нарощення державної заборгованості. А реструктуризація державної заборгованості з метою подальшого забезпечення економічної стабільності країн може зумовити виникнення втрат в банківській системі

Станом на вересень 2012 року в Іспанії рівень безробіття становив 25% (50% серед молоді), обсяг споживання знизився на 3,9%, в липні 2012 обсяги банківських депозитів впали на 4,7% в порівнянні з попереднім місяцем [119].

В травні 2011 року Standard & Poor's понизило рейтинги суверенних облігацій Італії. Однак, варто звернути увагу на той факт, що державні цінні папери Італії мають підтримку на міжнародних ринках капіталу, можна відзначити також ефективне управління державними фінансами урядом Італії протягом останніх років. Італія має перевагу в розмірі: державні цінні папери Італії є третім найбільшим ринком облігацій в світі (після американських і японських державних цінних паперів). Однак фінансова нестабільність 2008-2009 років спричинила проблему низьких темпів економічного зростання в Італії. Як відомо, для обслуговування державної заборгованості країні необхідно дотримуватись стабільного економічного зростання [170].

Низькі темпи зростання і високий рівень безробіття спричинили нарощування державного боргу у країнах, які вже мали значні обсяги державної заборгованості. Водночас, хоча, Ірландія та Іспанія мали низький рівень державної заборгованості на початку фінансової кризи 2008-2009 років, поєднання економічного спаду та занепаду будівельної галузі спричинило зростання значної кількості безробітних і виникнення прогалин в податкових надходженнях, що поступово зумовило необхідність використання інструменту державних запозичень, зокрема, зовнішніх, і нарощування обсягів державної заборгованості.

Проте, основна проблема боргової кризи в країнах Євросони не пов'язана з великими обсягами державної заборгованості. Відношення державної заборгованості до ВВП у країнах Євросоюзу в цілому є нижчим, ніж в Англії, США або Японії. Проблема полягає в тому, що країни Євросоюзу політично не спроможні управляти кризовою ситуацією, що може спричинити значні фінансові втрати.

Особливість даних країн ще й у приналежності до Євросони. Ф.Паулус в своїй монографії «Монетарна унія. Вплив на державний борг» у 2009 році звертав увагу, що монетарна унія може спричинити зростання державної заборгованості, оскільки країни-члени унії не можуть використовувати інфляцію як спосіб девальвації державного боргу у випадку фінансової кризи. Оскільки дефолт може бути дуже витратним для країни, то в часи макроекономічної кризи борг в національній валюті і його можлива девальвація можуть бути буфером для зовнішніх шоків.

Паулус наголошував, що у випадку постійного нарощування державної заборгованості і виникнення ситуації неплатоспроможності уряду країна не матиме вибору і буде змушена вийти з валютного союзу, запровадивши свою власну грошову одиницю [174]. Дана можливість розглядалась урядом Греції у травні 2011 року, однак, вище ми звертали увагу на недоліки виходу з євро зони.

Загалом в монетарній унії важко задовольнити потреби країн у різному монетарному регулюванні, якого вони потребують у зв'язку з перебуванням на різних рівнях економічного розвитку [174, с.41].

Водночас, Ф.Паулюс стверджував, що значні витрати урядів країн можуть зробити роботу ЄЦБ непотрібно важкою, впливаючи на монетарне регулювання в усіх країнах-членах ЄС. У випадку боргової кризи виникне необхідність в підтримці як з боку урядів країн-членів Європейського Союзу, так і ЄЦБ [174, с.5].

Країна, що стикається з борговою кризою, може перекласти частину своїх витрат на уряди країн-членів монетарного союзу. Проте це може спричинити стан загальної фінансової нестабільності в монетарній унії, водночас інші країни-члени будуть змушені приймати узгоджені рішення щодо стримування зростання обсягів своєї державної заборгованості, адже це може поширювати паніку на ринках капіталів. Спільна валюта може тільки підсилити очікування ризику з боку інвесторів [174, с.140] і поширення нестабільності на інші країни члени монетарного союзу. Підтвердження цієї ситуації ми побачили в 2010-2012 роках на прикладі Греції, Ірландії та Португалії. Ф. Паулюс стверджує, що чим більша кількість країн-членів монетарного союзу, тим вищий ризик фінансової нестабільності, що в майбутньому може призвести до системної кризи і необхідності надання допомоги ЄЦБ, який в даному випадку може нав'язувати певні реформи в країні, що можна простежити на прикладі Греції.

Варто зазначити, що уряди країн, що забезпечують значний обсяг ВВП, створюють більшу загрозу і ризик необхідності отримання допомоги, ніж інші країни-члени. Ф. Паулюс наголошував, що в цьому випадку виникає парадоксальна ситуація, коли в своїй стратегії діяльності уряди покладаються на надто великий розмір країн для можливості банкрутства, або навпаки на малий, що дозволить отримати необхідний розмір допомоги від інших країн-членів у випадку боргової кризи. Однак, якщо

тільки одна країна в монетарному союзі стикається з дефолтом, негативних наслідків можуть зазнати всі країни-члени унії. Оскільки уряди не можуть мати достовірну інформацію про фінансове становище і стан обслуговування державної заборгованості в усіх країнах членах Євросоюзу, то досить ризиковано для будь-якої країни-члену унії нарощувати обсяги державної заборгованості [174, с.141].

Окрім того, загальний обсяг участі банків в державній заборгованості країн членів європейської монетарної унії значно вищий, ніж в США, Великобританії або Японії.

Регулювання державної заборгованості в монетарній унії є значно складнішим завданням, не лише тому, що криза може поширюватися на інші країни, а й тому що варто враховувати наслідки регулятивних дій для всіх країн [174, с.232].

На нашу думку, боргова криза в країнах зони євро знаходить своє коріння ще в роки приєднання до ЄС країн з високим рівнем державної заборгованості і некоректному поданні статистичної інформації про її стан. Яскравим прикладом даної ситуації виступає Греція, в якій, згідно з дослідженнями Європейської комісії, відбувалося фальсифікування статистичної інформації про стан державних фінансів.

На нашу думку, боргова криза в країнах Євросони була спричинена низкою факторів, зокрема таких як:

1. Неefективність системи збору та контролю статистичної інформації.
2. Прийняття до ЄС країн, що мали високі розміри державної заборгованості.
3. Диспропорція економічного розвитку країн-членів ЄС.
4. Втрата конкурентних позицій окремих країн внаслідок створення зони вільної торгівлі та глобалізації світових ринків.

Отже, фінансова нестабільність викликала необхідність пошуку додаткових фінансових ресурсів, що в свою чергу спричинило

нарощування зовнішньої державної заборгованості. Однак недостатній контроль за розмірами зовнішніх державних запозичень, нарощення державних витрат, глобальна фінансова нестабільність спричинили зростання обсягів державних дефіцитів і виникнення боргової кризи. У випадку країн Євросоюзу у зв'язку з диспропорцією розвитку країн і втратою конкурентоспроможності окремих галузей держав, неефективністю системи збору статистичної інформації про стан державної заборгованості (приклад Греції) окремі держави стикнулися з кризою державної заборгованості. Як наслідок, зростає залежність окремих країн від фінансової допомоги інших країн-членів, що у зв'язку із необхідністю впровадження відповідних реформ спричиняє втрату економічного суверенітету країн.

Боргова криза в країнах Євросоюзу звернула увагу на недоліки монетарної унії, складнощі в узгодженому регулюванні різних за економічним розвитком країн, що в майбутньому можуть визначати напрямки реформування ЄС. Зарубіжні науковці, зокрема і П. Кругман зазначали, що ЄС був неготовий до прийняття єдиної валюти [163].

В даний час деякі науковці вказують на необхідність створення фіскальної, політичної унії, що дозволило би підвищити ефективність та узгодженість управління.