

Отримано: 10 березня 2014 р.

Прорецензовано: 31 березня 2014 р.

Прийнято до друку: 24 квітня 2014 р.

Федорович І. М. Економічна оцінка боргової стійкості України / І. М. Федорович // Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Серія «Економіка»: збірник наукових праць / ред. кол. : І. Д. Пасічник, О. І. Дем'ячук. – Острог : Видавництво Національного університету «Острозька академія», 2014. – Випуск 25. – С. 146–151.

УДК 336.276

JEL-класифікація: H63

**Федорович Ірина Михайлівна,**

аспірант кафедри фінансів суб'єктів господарювання та страхування  
Тернопільського національного економічного університету

## ЕКОНОМІЧНА ОЦІНКА БОРГОВОЇ СТІЙКОСТІ УКРАЇНИ

Доводиться важливість оцінки стійкості державного боргу як відображення спроможності країни виконувати свої зобов'язання щодо обслуговування та погашення позикових фінансових ресурсів. Аналізується динаміка зростання державного боргу України. Зазначається, що впродовж останніх років простежується тенденція до зростання державної заборгованості внаслідок високих валютних ризиків запозичень, значного боргового навантаження на державний бюджет. Уточнюється поняття боргової стійкості держави. Досліджуються різні науково-методичні підходи до оцінки боргової стійкості країни. Аналізується стан боргової стійкості в рамках трьох груп індикаторів: ліквідності, платоспроможності та заборгованості державного сектора. Зазначається, що боргове навантаження в Україні не є надто загрозливим, проте подальше залучення позик посилює тиск на державний бюджет. Пропонується знизити рівень відсоткових ставок та проводити ефективну курсову політику. Доводиться потреба в зменшенні рівня граничного боргу та встановленні ефективного контролю за поверненням і обслуговуванням зовнішніх ресурсів. Зазначається, що для підвищення боргової стійкості варто застосовувати «метод цільових орієнтирів».

**Ключові слова:** державний борг, боргове навантаження, боргова стійкість, індикатори боргової стійкості.

**Федорович Ирина Михайловна,**

аспірант кафедри фінансов суб'єктів господарювання та страхування  
Тернопольского национального экономического университета

## ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ОЦЕНКА ДОЛГОВОЙ УСТОЙЧИВОСТИ УКРАИНЫ

Доказывается важность оценки устойчивости государственного долга как отражение способности страны выполнять свои обязательства по обслуживанию и погашению заемных финансовых ресурсов. Анализируется динамика роста государственного долга Украины. Отмечается, что в последние годы прослеживается тенденция к росту государственной задолженности вследствие высоких валютных рисков заимствований, значительной долговой нагрузки на государственный бюджет. Уточняется понятие долговой устойчивости государства. Исследуются различные научно-методические подходы к оценке долговой устойчивости страны. Анализируется состояние долговой устойчивости в рамках трех групп индикаторов: ликвидности, платежеспособности и задолженности государственного сектора. Отмечается, что долговая нагрузка в Украине не слишком угрожающая, однако дальнейшее привлечение займов усиливает давление на государственный бюджет. Предлагается снизить уровень процентных ставок и проводить эффективную курсовую политику. Доказывается потребность в уменьшении уровня предельного долга и установлении эффективного контроля за возвратом и обслуживанием внешних ресурсов. Отмечается, что для повышения долговой устойчивости следует применять «метод целевых ориентиров».

**Ключевые слова:** государственный долг, долговая нагрузка, долговая устойчивость, индикаторы долговой устойчивости.

**Irina Fedorovych,**

Postgraduate student of the Chair on Finance and Insurance Entities  
Ternopil National Economic University

## ECONOMIC EVALUATION OF DEBT SUSTAINABILITY OF UKRAINE

The importance of assessment of sustainability of public debt as the reflection of the country's ability to fulfill its commitment as loans regards servicing and repaying is proved and the dynamics of public debt of Ukraine is analyzed herewith. It is also noted that in the recent years there is a tendency to increase the national debt due to high risks of currency loans and significant debt load on the state budget. The concept of national debt sustainability is clarified. The different scientific and methodological approaches to assessing debt sustainability of the country are studied. The state of the debt sustainability is analyzed within three groups of indicators: liquidity, solvency and indebtedness of the public sector. It is noted that the debt load in Ukraine is not very threatening, but further loans increase pressure on the state budget. It is proposed to reduce interest rates and to make effective exchange rate policies. The need for reducing the debt limit and establishing effective control over the repayment and servicing of external resources is brought herewith. It is noted that in order to improve debt sustainability the «targets method» should be applied.

**Keywords:** national debt, debt burden, debt sustainability, debt sustainability indices.

**Постановка проблеми.** Однією з глобальних проблем на сучасному етапі розвитку України є надмірне нарощування державного боргу, що має **низку негативних наслідків для фінансової системи та боргової безпеки держави**. Перевищення гранично допустимого обсягу державного боргу може спричинити негативні наслідки для функціонування економіки та боргової стійкості країни. Аналіз індикаторів оцінювання стійкості державного боргу відображає спроможність країни виконувати свої зобов'язання щодо обслуговування та погашення позикових фінансових ресурсів. При високому борговому навантаженні підвищується залежність від іноземних кредиторів, зростають витрати на обслуговування боргу та бюджетний дефіцит.

**Аналіз останніх досліджень та публікацій.** Дослідження проблеми боргової стійкості висвітлено в наукових працях вітчизняних вчених, зокрема, О. Барановського, Т. Бондарчука, Т. Вахненко, В. Дем'янишина, О. Кириленко, С. Корабліна, В. Козюка, В. Корнєєва, В. Лісовенка, В. Опаріна, В. Федосова, О. Царука, С. Юрія. Серед західних вчених особливої уваги заслуговують праці Р. Барро, Д. Б'юкенена, Р. Девіса, Дж. Кейнса, Р. Максгрейва, Ф. Модільяні, А. Радзівіла.

Необхідно віддати належне високому рівню наукових досліджень зазначених вчених, проте на сучасному етапі існує розбіжність підходів до вимірювання боргового навантаження в країні. Тому залишається актуальним аналіз боргової стійкості та пошук напрямів підвищення її рівня.

**Мета і завдання дослідження.** Метою статті є аналіз ключових індикаторів боргової стійкості, за допомогою яких можна об'єктивно й достовірно оцінити якість управління державним боргом, та розробка практичних рекомендацій для мінімізації боргового навантаження на бюджет. Для досягнення поставленої мети були визначені такі завдання: уточнити поняття боргової стійкості держави, охарактеризувати основні індикатори вимірювання боргової стійкості, запропонувати заходи щодо підвищення її рівня.

**Виклад основного матеріалу.** Вплив світової фінансової кризи, нераціональне проведення політики формування зовнішніх боргових зобов'язань зумовили значне зростання обсягу державної заборгованості та посилення навантаження боргових виплат на державний бюджет України.

Відтак відповідно до щоквартального звіту агентства Capital IQ, Україна в I кварталі 2014 р. зайняла 7-ме місце серед 70 країн за ймовірністю дефолту. Загальну можливість дефолту (CPD) України оцінили в 44,25 % [9]. Це мотивується значною акумуляцією державного боргу, великою часткою зовнішніх боргових зобов'язань у загальній структурі, політичною нестабільністю, складністю обслуговувати кредити, невизначеністю щодо економічної ситуації в країні.

Тенденція до зростання державної заборгованості простежується впродовж останніх років, її визначають нестабільна ситуація з рефінансуванням боргів попередніх періодів, високі валютні ризики зовнішніх запозичень, значне боргове навантаження на державний бюджет.

Динаміка обсягів сукупного державного боргу України за 2003–2013 рр. відображена на рисунку 1.

Результати проведеного нами аналізу свідчать, що загальна сума державного та гарантованого державою боргу за період з 2003–2013 рр. збільшилася у 5,4 раза. Стрімке зростання загальної суми державного боргу у 2009 р. пояснюється фінансуванням витрат на обслуговування боргових зобов'язань, збільшенням державних запозичень з метою покриття бюджетного дефіциту, пом'якшення наслідків світової фінансової кризи.

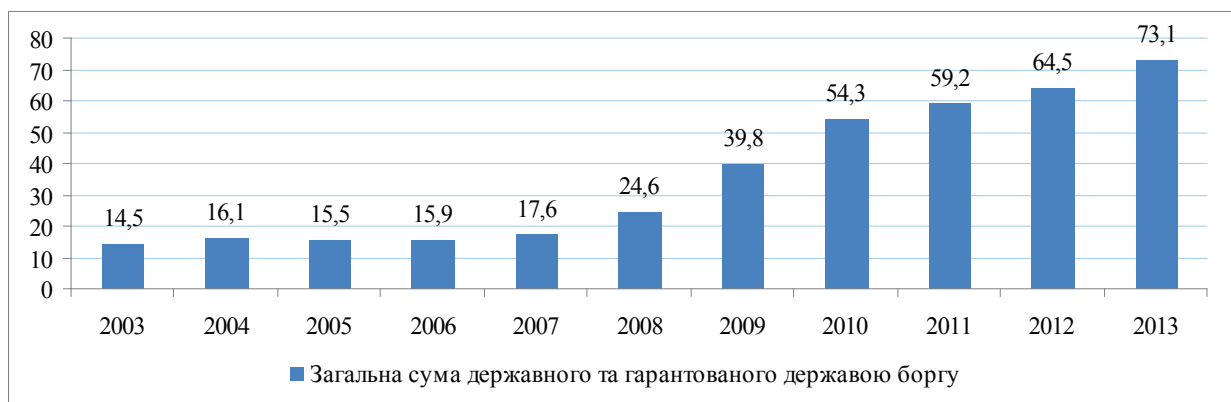


Рис. 1. Динаміка рівня сукупного державного боргу України у 2003–2013 рр., млрд. дол. США\*

\* Побудовано автором на основі даних Міністерства фінансів України

Впродовж 2009 р. подальше залучення нових позик і девальвація національної валюти надалі зумовлювали значний приріст боргу (67,8%), а вже у 2012–2013 рр. зі стабілізацією курсу гривні і зменшенням нових запозичень приріст становив 8,9% і 13,4% відповідно.

У цьому контексті кількісне визначення боргової стійкості країни та темпів акумуляції державного боргу на сучасному етапі є першочерговим завданням.

В економічній літературі під борговою стійкістю розуміють якісну характеристику обсягу та структури державної заборгованості, при якій забезпечується здатність держави виконувати боргові зобов'язання, не збільшуючи боргового навантаження на бюджет за умов підтримання на достатньому рівні ліквідності й платоспроможності та виключаючи необхідність вдаватися до списання чи реструктуризації державної заборгованості [5, с. 42].

Аналізуючи праці вітчизняних і зарубіжних вчених, експертів Світового банку, МВФ й інших міжнародних фінансових організацій, доходимо висновку про відсутність чітко встановлених показників та їх граничних значень, які мають бути покладені в основу визначення боргової стійкості.

Так, МБРР для кожної країни окремо, а також для регіональних груп країн і для країн із низьким та середнім рівнем доходів публікує такі показники:

- зовнішній сукупний борг, % до експорту товарів і послуг;
- зовнішній сукупний борг, % до валового національного доходу;
- короткостроковий зовнішній борг за залишковим терміном погашення, % до загальної суми зовнішнього сукупного боргу;
- міжнародні резерви, % до зовнішнього сукупного боргу [10, с. 18].

Водночас західна фінансова думка визначає два підходи до оцінювання боргової стійкості держави:

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

2) забезпечення боргової стійкості держави вимагає не обмеження рівня державного боргу, а стримування в довгостроковій перспективі темпів його зростання (Л. Славента, Д. Хамільтон, М. Флавін) [4, с. 101].

Вітчизняні фахівці М. Ставнич та В. Тополь виділяють такі критерії зовнішніх запозичень: відношення зовнішнього боргу до ВВП – 50%, до річного експорту – 275%, погашення та обслуговування боргу до річного експорту – 30%, обслуговування зовнішнього боргу до річного експорту – 20% [8, с. 72]. Науковці наголошують на ймовірності списання боргу за умови перевищення трьох показників своїх граничних значень.

Зазначеної думки дотримується А. Саркісянц, зауважуючи, що високою потрібно вважати заборгованість у разі досягнення максимуму зазначених коефіцієнтів та індикаторів оцінювання боргової стійкості держави, середньою – якщо, як мінімум, три з основних показників перевищать 60% їх максимально орієнтованого значення, а в інших випадках заборгованість можна вважати низькою [2, с. 357].

Вчені Е. Боллз та Г. О'Доннелл вважають, що на економічний ріст може негативно впливати навіть стійка динаміка боргу, якщо його величина відносно висока. Результати різних досліджень свідчать, що оптимальний рівень боргу для країн із розвинутою економікою перебуває в діапазоні 20–50% ВВП [7, с. 95]. Проте для України його оптимальний рівень, повинен бути нижчим, ніж для країн із розвинутою економікою внаслідок значної частки боргу в іноземній валюті, високих валютних ризиків та низької ефективності державного сектору.

Як уже зазначалося раніше, поняття боргова стійкість, на відміну від боргової безпеки, крім оптимального співвідношення між зовнішніми та внутрішніми позиками, достатніми для вирішення нагальних соціально-економічних потреб, включає поняття платоспроможності, ліквідності, заборгованості державного, фінансового та приватних секторів.

Аналіз показників ліквідності свідчить, що впродовж 2009–2013 рр. міжнародних резервів в Україні було недостатньо для того, щоб покрити короткостроковий зовнішній борг за залишковим терміном погашення. Крім того, простежувалося стійке падіння цього індикатора в довгостроковому періоді (табл. 1).

Як свідчать подані в табл. 1 дані, поточне значення показника А. Гріспена у 2013 р. становило 0,41 (тобто лише 41% короткострокового боргу покрито резервами) – це багаторічний мінімум, і тому є негативною ознакою. Причинами зниження показника є постійне зростання заборгованості та зниження рівня міжнародних резервів держави. Оскільки відношення резервів до короткострокового боргу є меншим від 1, імовірно є ситуація, за якої уряд чи резиденти країни у разі несприятливих змін на міжнародному ринку капіталів порушуватимуть графік зовнішньоборгових виплат.

Таблиця 1  
Динаміка показників ліквідності за 2009–2013 рр.\*

Показники боргової стійкості	Порогове значення у світі	Порогове значення в Україні	Фактичний стан в Україні				
			2009 р.	2010 р.	2011 р.	2012 р.	2013 р.
Міжнародні резерви до короткострокового боргу (показник Алана Гріспена)	1	1	0,67	0,7	0,54	0,57	0,41
Відношення короткострокового боргу до загальної величини боргу	–	–	0,99	0,9	1,0	1,02	0,91

\*Розраховано на основі даних [1; 3; 6]

Аналіз показників платоспроможності України свідчить, що впродовж 2009–2013 рр. більшість показників не перевищували своїх порогових значень. Винятком став рівень зовнішньої заборгованості на душу населення. Це зумовлено тим, що заборгованість щороку збільшується, а темпи приросту населення постійно знижуються через несприятливу демографічну ситуацію в країні. У 2013 р. зазначений показник становив 824,0 дол. США та перевищив граничне значення на 624,0 дол. США. Значний рівень зовнішньої заборгованості на одну особу свідчить про порушення боргової стійкості (табл. 2).

Показник відношення державного зовнішнього боргу до експорту товарів і послуг використовується як динамічний індикатор, тісно пов'язаний з потенціалом країни у сфері погашення боргу та характеризує спроможність країни покрити заборгованість валютними доходами від експорту. На кінець 2013 р. відношення зовнішнього державного боргу до експорту товарів і послуг становило 48,23%. Це найбільше значення за останні три роки. Незважаючи на те, що цей показник не досяг критичного значення, його розміри свідчать про значну неплатоспроможність України.

Таблиця 2  
Динаміка показників платоспроможності України за 2009–2013 рр.\*

Показники боргової стійкості	Порогове значення у світі	Порогове значення в Україні	Фактичний стан в Україні				
			2009 р.	2010 р.	2011 р.	2012 р.	2013 р.
Відношення загального обсягу державного боргу до ВВП, %	≤50–60	≤60	31,9	39,4	36,1	36,6	39,2
Відношення обсягу державного зовнішнього боргу до ВВП, %	–	≤25	21,37	25,25	26,0	21,91	20,1
Рівень зовнішньої заборгованості на одну особу, дол. США	≤200	≤200	576,9	759,2	821,1	848,1	824,0
Відношення державного зовнішнього боргу до річного експорту товарів і послуг, %	≤165	≤70	49,12	54,04	40,39	37,4	48,23
Відношення обсягу внутрішнього боргу до ВВП, %	–	≤30	11,51	14,41	15,34	15,67	19,1

\*Розраховано на основі даних [1; 3; 6]

Згідно з міжнародними та вітчизняними стандартами верхнім нормативним значенням щодо відношення загального обсягу державного боргу до ВВП є 60%. За аналізований період перевищення не зафіксовано. Проте значне збільшення цього показника вказує на загрозливе зростання боргового ризику та нестійку боргову позицію держави.

Індикатор відношення зовнішнього боргу до ВВП характеризує співвідношення боргу з ресурсною базою, визначаючи можливість заміни виробництва на випуск експортної продукції з метою зміцнення потенціалу погашення боргу. Цей показник у 2010 р. перевищив граничне значення на 5,25%, що пояснюється тісною співпрацею України з міжнародними фінансовими організаціями у сфері кредитування. Впродовж наступних років рівень співвідношення зовнішнього боргу до ВВП хоча і зменшився, проте перебував на досить високому рівні, що свідчить про послаблення боргової стійкості України.

Відношення обсягу внутрішнього боргу до ВВП характеризує та узагальнює внутрішні боргові зобов'язання країни. Впродовж 2009–2013 рр. нормативне значення показника перебувало в допустимій нормі і станом на 2013 р. становило 19,1%. Таким чином, запас фінансової міцності на кінець аналізова-

ного періоду становив 10,9%, що свідчить про низький рівень довіри до боргових цінних паперів країни, які розміщуються на внутрішньому ринку країни.

Аналіз показників державного сектора доводить, що індикатор відношення заборгованості уряду за державними цінними паперами до ВВП у 2013 р. становив 19,1%, що більше значення 2009 р. на 5,1%. Цей факт свідчить про збільшення навантаження на державний бюджет та зростання частки боргових цінних паперів, за допомогою яких залучаються позикові фінансові ресурси (табл. 3).

Таблиця 3  
Динаміка показників державного сектора за 2009–2013 рр.\*

Показники боргової стійкості	Порогове значення в Україні	Порогове значення в Україні	Фактичний стан в Україні				
			2009 р.	2010 р.	2011 р.	2012 р.	2013 р.
Відношення заборгованості уряду за державними цінними паперами до ВВП, %	≤30	–	14,0	18,0	16,4	16,3	19,1
Середній термін до погашення державного боргу, років	2,3	6,4	3,6	3,7	4,1	4,6	4,7
Обслуговування боргу державного сектора до експорту	–	–	2,1	2,8	4,0	4,6	5,1

\*Розраховано на основі даних [1; 3; 6].

**Середній термін до погашення державного боргу** вказує на стійкість фінансової позиції держави до ризиків рефінансування боргу. У 2013 р. середній термін до погашення державного боргу України становив 4,7 років, що перевищує допустимий показник на 2,4 року та відображає термін зобов'язань держави перед міжнародними фінансовими організаціями.

Тенденцію до постійного зростання демонструє й показник обслуговування боргу державного сектора до експорту. Впродовж останніх п'яти років, цей індикатор збільшився в більш ніж 2,4 раза, що свідчить про зниження готовності держави здійснювати платежі та зростання трансфертного ризику, який пов'язаний з неможливістю переказу коштів до країни-кредитора внаслідок валютних обмежень у країні-позичальника.

Проте широке використання у світовій та вітчизняній практиці граничних значень боргових коефіцієнтів не дозволяє визначити ту критичну межу, за межами якої країну вже частково можна вважати не кредитоспроможною, адже є лише еталонними значеннями. Тому дотримання умов і критеріїв боргової стійкості, а також ефективне управління державними фінансами, грошово-кредитною системою і валютно-фінансовою сферою є надзвичайно важливими для мінімізації боргових ризиків і забезпечення економічної стабільності у довгостроковій перспективі.

Для підвищення рівня боргової стійкості України та утримання значень індикаторів у допустимих межах, на нашу думку, доцільно:

- забезпечити розвиток внутрішнього фінансового ринку та зниження частки зовнішнього боргу із одночасною диверсифікацією валют запозичення;
- застосовувати метод «цільових орієнтирів» (benchmarking), на основі якого повинна здійснюватися неупереджена оцінка ефективності боргової політики шляхом використання процедур дострокового викупу, хеджування та сек'юритизації боргу, що дозволить заощадити значні кошти, які спрямовуються на обслуговування та погашення державного боргу;
- зменшити граничний рівень державного боргу до 40% ВВП, що відображає рівень розвитку вітчизняних фінансових ринків;
- забезпечити досягнення профіциту бюджету за позичковими операціями, що сприятиме поступовому зниженню боргового навантаження;
- розробити стратегію переорієнтації на ринкові джерела запозичень із використанням широкого набору інструментів, випробуваних міжнародною практикою;
- встановити контроль за рівнем міжнародних резервів, що дасть змогу забезпечити поточну платоспроможність держави;
- визначити доцільність фінансування деяких соціальних видатків та зменшити обсяг фінансових запозичень для покриття дефіциту державного бюджету;
- встановити чіткий контроль над часткою кредитів із плаваючою процентною ставкою, а також кредитів, залучених на термін до одного року в загальному обсязі державного боргу;

– знизити рівень відсоткових ставок та проводити ефективну курсову політику, що сприятиме зменшенню вартості обслуговування державного боргу.

**Висновки.** Відповідно до проведеного аналізу оцінки рівня боргової стійкості, об'єктивним є твердження, що за міжнародними стандартами боргове навантаження в Україні не є надто загрозливим для економіки країни, проте процес залучення державних позик значно посилює тиск на державний бюджет. Значне погіршення боргової стійкості мало місце у 2009 р., коли дохідність українських єврооблігацій значно зросла, а внутрішній ринок ДЦП не зміг задовольнити потреби держави у позикових ресурсах. Впродовж наступних років ситуацію вдалося стабілізувати, проте суттєві загрози для боргової стійкості України породжуються високим рівнем державного боргу до ВВП (39,2%), значним рівнем зовнішньої заборгованості на одну особу (824 дол. США), великою часткою обсягу державного зовнішнього боргу до ВВП (20,1%), а також низьким рівнем міжнародних резервів відносно суми короткострокових зовнішніх зобов'язань резидентів України (0,41).

Для вирішення цієї проблеми, на нашу думку, доцільно вдосконалювати організаційні засади управління державним боргом та відповідну законодавчо-нормативну базу, а також посилювати вимоги щодо відповідальності позичальників, які отримують кошти під державні гарантії. Одним з дієвих напрямів підвищення боргової стійкості є встановлення ефективного контролю за поверненням і обслуговуванням зовнішніх ресурсів з метою фінансування економічного розвитку держави та запровадження моніторингу і оперативного обліку усіх видів фінансових зобов'язань країни, які потенційно можуть впливати на розмір державної заборгованості України.

#### Література:

1. Аналітичні матеріали щодо державного боргу за 2009–2013 рр. / Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/>.
2. Бюджетна політика у контексті стратегії соціально-економічного розвитку України : у 6 т. / М. Я. Азаров, Ф. О. Ярошенко, Е. М. Лібанова та ін. – К. : НДФІ, 2004. – Т. 6 : Підвищення ефективності боргової політики держави. – 376 с.
3. Інформація про стан виконання Зведеного та Державного бюджетів України за 2009–2013 рр. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/>.
4. Карапетян О. М. Управління державним зовнішнім боргом: методологія оцінки боргової стійкості / О. М. Карапетян // Наука молода : збірник наукових праць молодих вчених – ТНЕУ, Економічна думка. – Випуск 10. – 2008. – С. 101–110.
5. Олійник О. В. Боргова безпека України: стан, проблеми, перспективи / О. В. Олійник, І. В. Сідельнікова // Вісник Національної юридичної академії України імені Ярослава Мудрого. – 2011. – № 2 (5). – С. 41–48.
6. Основні макроекономічні показники за 2009–2013 рр. / Державна служба статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ukrstat.gov.ua/>.
7. Присяжнюк О. О. Державний борг України як показник боргової безпеки / О. О. Присяжнюк // Вісник соціально-економічних досліджень : зб. наук. пр. / голов. ред. М. І. Зверяков ; Одеський держ. екон. ун-т. – Одеса, 2011. – Вип. 42 (2). – С. 94–98.
8. Ставнич М. М. Вплив боргової безпеки на бюджетну сферу України / М. М. Ставнич, В. В. Тополь. // Економіка Крима. – 2012. – № 1 (38). – С. 70–76.
9. S&P погіршило прогноз платоспроможності України [Електронний ресурс] // Економічна правда. – Режим доступу : <http://www.epravda.com.ua/news/2013/07/22/386394/>.
10. International Bank for Reconstruction and Development. Global Development Finance 2012. External Debt of Developing Countries. – Washington, 2012. – P. 45.
11. World Bank Policy Research Working Paper 3200. When Is External Debt Sustainable? / Aart Kraay and Vikram Nehru. – February 2008. – P. 20.