Світлана ГЛУЩЕНКО

ДЕРЖАВНИЙ БОРГ, БОРГОВИЙ ТЯГАР І БОРГОВИЙ МЕНЕДЖМЕНТ: ТЕОРЕТИЧНІ АСПЕКТИ

Світлана Глущенко
Кандидат економічних наук, доцент катедри фінансів
Національного університету «Києво-Могилянська академія», Київ

Анотація
У статті охарактеризовані форми та види державних запозичень; загрози «боргового тягаря» для економіки; інструменти боргового менеджменту для формування, моніторингу та оцінки фінансової стійкості держави з акцентом на показниках її платоспроможности та ліквідности.
***Ключові слова**: державні запозичення, державний борг, борговий тягар, управління державним боргом, борговий менеджмент, декомпозиція боргу, показники боргової безпеки.*

GOVERNMENT DEBT, DEBT OVERHANG AND DEBT MANAGEMENT: THEORETICAL ASPECTS

Svitlana Hlushchenko
Candidate of economics, associate professor Department of Finance,
National University of "Kyiv-Mohyla Academy", Kyiv

Abstract
The article describes the forms and types of government borrowing; the threat of a debt overhang on the economy; debt management instruments for the formation, monitoring and evaluation of a country's financial stability, with an emphasis of its solvencys and liquiditys.
***Keywords**: government borrowing, public debt, debt overhang, public debt management, debt decomposition, debt ratios.*

Теперішня економіка країни — це змішана система, у якій взаємодіють приватний та державний сектор. За сучасних умов держава виконує широкий спектр функцій: податкова політика, забезпечення громадян суспільними благами, розподіл доходів, монетарні та фіскальні регулюючі заходи, визначення траєкторії економічного розвитку країни[1]. Для виконання цих функцій держава потребує фінансових ресурсів, які вона може залучити,

[1] Бюкенен Джеймс П. Суспільні фінанси і суспільний вибір: Два протилежних бачення держави / Б'юкенен Джеймс П., Масгрейв Річард А.; пер. з англ. — К: Вид. дім «КМ Академія», 2004 — 175 с. — С. 47

використовуючи своє законодавче право на збирання податків, зборів, мит, акцизів та штрафів. Коли витрати перевищують доходи, державі часто бракує внутрішніх фінансових джерел для ефективного виконання своїх функцій. Це змушує її позичати на внутрішніх та зовнішніх фінансових ринках[2].

Державний борг є одним із інструментів фінансування бюджетного дефіциту. Його можна охарактеризувати як загальну суму заборгованости державних органів влади перед різними економічними агентами. Бюджетний кодекс України визначає державний борг як загальну суму боргових зобов'язань держави з повернення отриманих та непогашених кредитів (позик) станом на звітну дату, що виникають внаслідок державного запозичення[3]. За економічною сутністю національний борг — відносини між державою та іншими економічними агентами, у яких держава в особі своїх органів виступає позичальником-боржником.

Державний борг можна розглядати у вузькому розумінні як заборгованість держави перед інвесторами й кредиторами за цінними паперами та прямими кредитами, а також у широкому розумінні, беручи до уваги всі зобов'язання держави перед економічними агентами, включно із пенсійними зобов'язаннями та кредиторською заборгованістю перед приватним сектором у рамках контрактів із державних закупівель.

Наведемо різні класифікації видів державного боргу. Класифікація кейнсіанської школи[4] дає таку деталізацію:

- ***Продуктивний (Productive) / непродуктивний (Unproductive)***. Продуктивний борг створює певні активи, коли залучені кошти спрямовуються на реалізацію проєктів, що збільшують та розвивають виробничі потужності економіки. Переважно це інфраструктурні проєкти — будівництво доріг, розвиток енергетики тощо. Непродуктивний борг не призводить до створення додаткових виробничих потужностей, а спрямований на фінансування війни чи подолання наслідків голоду.
- ***Обов'язковий (Compulsory) / добровільний (Voluntary)***. Добровільний борг реалізується на безпримусових засадах, коли інвесторам пропонується купити облігації чи інші боргові інструменти на визначених умовах, але вони можуть відмовитись від даної пропозиції. Обов'язковий борг подібний до оподаткування, оскільки суб'єкти економіки чи населення не можуть відмовитись від купівлі державних

[2] Jeffrey D. Sachs. Macroeconomics in the Global Economy. 1st edition / Jeffrey D. Sachs, Felipe B. Larrain — Princeton: Prentice Hall, 1993 — 789 p.

[3] Бюджетний кодекс України: Закон України від 08.07.2010 № 2456 VI. Верховна Рада України, https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2456-17

[4] Richard A. Musgrave. Public Finance in Theory and Practice. 3rd edition / Musgrave Richard A., Musgrave Peggy B. — New York: Mcgraw-Hill College, 2003 — 664 p. — С. 344–346.

цінних паперів, як у випадку з добровільним боргом. Держава вдається до обов'язкового боргу, коли існує загроза національного масштабу і уряду конче необхідні кошти для її подолання.

– ***Внутрішній (Internal) / зовнішній (External)***. Внутрішній борг являє собою загальну суму зобов'язань державних органів перед резидентами даної країни, зокрема індивідуальними інвесторами, банками, фірмами тощо. Зовнішній борг можна охарактеризувати як заборгованість перед нерезидентами (іноземними інвесторами, банками, міжнародними організаціями). При внутрішньому боргу грошові надходження з відсоткових платежів не вимиваються з економіки, а осідають в руках економічних агентів-резидентів. Тоді боргові відносини призводять до перерозподілу доходу в суспільстві. Зовнішній борг передбачає переміщення грошових коштів в інші країни через відсоткові платежі. Деномінований в іноземній валюті, зовнішній борг чинить тиск на курс національної валюти.
– ***Коротко-(Short-) / середньо-(Mid-) / довгостроковий (Long-term)***. Короткостроковий борг передбачає запозичення на термін від 3 до 12 місяців. Його використовують для вирішення проблеми з короткостроковим фінансуванням (фінансування дефіцитного бюджету наприклад). Довгостроковий борг виплачується впродовж 10 або більше років. Кошти запозичені на такий термін використовуються на реалізацію інфраструктурних проєктів із довгим терміном окупности. Середньостроковий борг розрахований не більше, ніж 5 років. Його кошти використовує уряд у різних напрямках.
– ***Фондований (Funded) / нефондований (Unfunded)***. Фондований борг, у формі державних цінних паперів, розрахований на 30 або більше років. Під кінець цього терміну виплачується сума запозичення, а також фіксовані відсотки. Залучені таким чином кошти витрачаються на розвиток інфраструктури.

Класифікація за поглядами неоліберальної школи[5] поділяє державний борг за трьома критеріями:

а) за макроекономічними обставинами випущення боргу, в т.ч.:
– державний борг, випущений у період відносно повної зайнятости;
– державний борг, випущений у період безробіття і падіння ВВП;
– державний борг, випущений у період перегріву економіки і призначений лише для нейтралізації інфляційних тенденцій.

[5] James M. Buchanan, Public Principles of Public Debt: A Defense and Restatement, volume 2 in the series / James M. Buchanan — Homewood: Richard D. Irwin, 1958/ — С. 5–9.

б) за обсягом та впливом боргу на макроекономічні показники, в т.ч.:
- «граничні» (marginal) випуски державного боргу, які за обсягом є достатньо невеликими щодо економіки в цілому та фінансового ринку, з чого робимо висновок, що вплив таких запозичень на відсоткові ставки, рівень цін є несуттєвий;
- «понадграничні» (supra-marginal) випуски державного боргу, обсяг яких є достатньо великим, що чинить вплив на основні макроекономічні показники.

в) за напрямами використання запозичених коштів, в т.ч.:
- державний борг, що випускається під час війни й осідає переважно в банківській системі та розпорядженні держави;
- державний борг, кошти з якого призначені для державних інвестицій у довгострокові капітальні проєкти;
- державний борг, фінансові ресурси з якого інвестуються в різні громадські проєкти, які є стабілізаційними інструментами в часи рецесії і припиняються після покращення економічної ситуації (наприклад, громадські будівництва доріг, комунікаційних мереж).
- державний борг, кошти з якого використовуються марнотратно.

Неоліберальні підходи в питанні державного боргу не підтримують ідею про те, що внутрішні позики держави кращі, ніж зовнішні. Вважається, що немає різниці між цими двома формами боргу. Внутрішній борг створює «ефект заміщення»: залучаючи ресурси на фінансових ринках, держава зменшує можливості запозичень для приватних економічних агентів, і скорочує обсяг приватних інвестицій в економіку. Це призводить до зменшення доходу приватних економічних агентів. З іншого боку, внутрішній борг забезпечує цих приватних суб'єктів джерелом пасивного відсоткового доходу за облігаціями. Зовнішній борг не створює «ефекту заміщення», приватні контрагенти отримують вищий дохід, але вони змушені платити вищі податки, щоб виплачувати заборгованість іноземним кредиторам. На думку неолібералів, якщо ставки, за якими уряд залучає кошти, однакові як для зовнішніх, так і для внутрішніх фінансових ринків, то для суспільства немає жодної різниці між цими двома формами боргу, оскільки обидві мають як позитивні, так і негативні ефекти.

Класифікація державного боргу, залежно від інструментів запозичень, передбачає, що держава може залучати фінансові ресурси декількома способами:
- випуск цінних боргових паперів;
- залучення прямих позик[6].

[6] Верхолаз В. В. Формирование современных механизмов управления государственным долгом: Автореф. дис. экон. наук. — М., 2001. — 25 с. — С. 5.

Розвинені країни переважно беруть у борг шляхом випуску цінних паперів, облігацій різних видів. Для країн, що розвиваються, чи для країн з перехідною економікою домінуючим методом запозичень є кредитування від міжнародних наднаціональних організацій — МВФ, Світового банку тощо. Національний борг США складається з державних облігацій, що пропонують приватним інвесторам (public issues), та державних спеціяльних облігацій (special issues), власниками яких є лише урядові організації[7]. Державні цінні папери (public issues) в руках приватних інвесторів складають більшу частину американського федерального боргу і включають:

а) цінні папери, якими торгують, та які обертаються на ринках (Marketable), в т.ч.:

- treasury bills — короткострокові облігації, що випускають на період від трьох до дванадцяти місяців. Вони не передбачають виплати відсотків і їх продають інвесторам із дисконтом. Інвестори отримують прибуток як різницю між номінальною та дисконтованою вартістю облігації;
- treasury notes — середньострокові облігації, що розраховані на термін від одного до семи років. Вони включають у себе відсоткові виплати за приєднаними до облігацій купонами. Їх продають за своєю номінальною вартістю, якщо ставка дохідности облігації (coupon rate) дорівнює ринковій ставці (yield to maturity);
- treasury bonds — довгострокові боргові цінні папери терміном від десяти років. Вони передбачають виплату відсоткових платежів і мають вищу ставку дохідности, порівняно з іншими короткостроковими облігаціями.

б) цінні папери, якими не торгують на вторинних ринках (Nonmarketable):

- ощадні облігації (savings bonds) — безкупонні облігації, що продають інвестору за ціною, нижчою за номінальну вартість, тобто на дисконтній основі. Їх виписують на ім'я конкретного інвестора. Їх можна перетворити на готівку в державних органах до закінчення терміну дії облігації, проте із втратою прибутку;
- інші облігації, що продають переважно корпорації[8].

В Україні існують два види боргових цінних паперів, через які здійснюються державні запозичення[9]. До них належать такі:

- облігації, які деноміновані в національній валюті і спрямовані на внутрішнього інвестора — ОВДП (облігації внутрішньої державної

[7] Gregory N. Mankiw. Macroeconomics. 7th edition / Gregory N. Mankiw — New York: Worth publishers, 2010 — 608 p. — C. 334.

[8] James Tobin. An essay of principles of debt financing. Cowles Foundation Paper 195. Reprinted from Fiscal and Debt Management Policies, Commission on Money and Credit, 1963 — 76 p. — C. 18–19

[9] Бондарук Т. Г. Механізм управління та обслуговування державного боргу / Т. Г. Бондарук — К: Фінанси України. — 2003. — № 4. — С. 14–19.

позики); а також деномінованої в іноземній валюті — ОЗДП (облігації зовнішньої державної позики), що передбачають відсоткові платежі в іноземній валюті та обертаються на зовнішніх фінансових ринках. Такими облігаціями оформлюють середньо- та довгострокові запозичення, спрямовані на поповнення бюджетних чи позабюджетних фондів, або на досягнення спеціяльних цілей — субсидування підприємств, реалізація державних проєктів тощо;

– казначейські векселі — боргові зобов'язання, спрямовані тільки на покриття бюджетного дефіциту, короткострокового характеру. Виплата доходу здійснюється у формі процентів або на дисконтній основі.

Випуск боргових цінних паперів є гнучким та ефективним способом залучення фінансових ресурсів, оскільки дає уряду певну свободу. Якщо державний борг зберігається в облігаціях, розробники боргової політики в змозі швидко здійснювати структурні зміни в державному борговому портфелі, відповідно до поставлених завдань. Наприклад, потреба створити найменш витратний, з точки зору обслуговування боргу, державний борговий портфель, або завдання збалансувати структуру державного боргу для фінансової стабільности тощо. Два фактори зумовлюють таку гнучкість облігацій:

– по-перше, облігації є ліквідними інструментами, що вільно обертаються на вторинних ринках. Це означає, що база потенційних інвесторів є різною, тобто існує багато шляхів запозичень фінансових ресурсів;
– по-друге, орган-емітент має можливість здійснити випуск облігацій з тими характеристиками, які необхідні з огляду на завдання боргової політики. Наприклад, щорічно випускають велику кількість державних облігацій у різних валютах, з різними відсотковими ставками, з різними термінами дії, на різних додаткових умовах тощо.

Прямі позики або кредити від великих інституційних інвесторів, урядів країн світу, світових фінансових організацій є менш гнучкими інструментами.

Країни, чиї фінансові ринки перебувають на низькому рівні розвитку, мають фінансові проблеми у сфері державних фінансів та низький кредитний рейтинг, позичають фінансові ресурси шляхом прямих запозичень у вигляді кредитів чи неринкових інструментів. Кредиторами в таких випадках виступають великі надурядові фінансові інститути на кшталт Світового Банку та МВФ, уряди іноземних держав або великі комерційні та інвестиційні банки. При цьому можливості використання коштів цих позик чітко регламентовані та обмежені. Кредити від МВФ виділяють переважно на поповнення золотовалютних резервів країни та підтримання її платіжного балансу, інші напрями витрачання кредитних ресурсів МВФ, зокрема фінансування видатків державного бюджету, можливі лише з погодження керівних орга-

нів фонду. Інші вищезазначені види запозичень можуть мати значно ширші можливості використання.

На сьогодні в економічній науці немає єдиної оцінки державного боргу. Існує думка, що державний борг — об'єктивно зумовлене явище в економічній системі, а тому не є чимось негативним[10]. Будучи нерозривно пов'язаним з дефіцитом бюджету, державний борг прямо залежить від того, наскільки повно та інтенсивно держава реалізує свої функції в економіці. З іншого боку, визнається негативний вплив державного боргу на добробут суспільства та економіку, оскільки великі обсяги заборгованости держави перед її кредиторами («борговий тягар») можуть перешкоджати інтенсивному економічному зростанню.

Поняття **«борговий тягар»** (debt overhang) традиційно визначають як ситуацію, коли поточна вартість (present value) боргу менша за його номінальну вартість. Країна-боржник не може в повному обсязі розрахуватися за своїми борговими зобов'язаннями через вже існуючу високу заборгованість. Вважається, що перевищення обсягу державного боргу (debt stock) певного критичного значення, що є індивідуальним для кожної економіки і вимірюється відношенням державного боргу до ВВП, призводить до погіршення макроекономічної кон'юнктури та фінансової нестабільности. Негативні ефекти «боргового тягаря» для економік проявляються у скороченні інвестиційних витрат, збільшенні волатильности ділових циклів, підвищенні відсоткових ставок, витісненні приватних інвестицій, послабленні стійкости фінансових ринків, зменшенні ефективности фіскальної політики тощо. Потрібно виділити такий негативний ефект від нарощення державного боргу і «боргового тягаря», як невизначеність та ризики дефолту.

Вважається, що коли обсяги заборгованости держави перед її кредиторами сягають певного критичного рівня, виникає невизначеність щодо того, як і в яких обсягах держава буде виконувати свої боргові зобов'язання. Фінансові ринки, зокрема інституційні та приватні інвестори й кредитори, реагують на невизначеність через падіння цін на державні облігації, зростання відсоткових ставок, падіння біржових індексів, падіння обмінного курсу через відтік капіталів з країни, зменшення прямих інвестицій та погіршення загального інвестиційного клімату.

Ризик дефолту країни, невпевненість у здатності держави виконувати свої боргові зобов'язання мають негативний вплив на фінансову та макроекономічну стабільність, оскільки зачіпають кожну групу економічних агентів.

[10] Richard A. Musgrave. Public Finance in Theory and Practice. 3rd edition / Musgrave Richard A., Musgrave Peggy B. — New York: Mcgraw-Hill College, 2003 — 664 p.

• Для держави боргові проблеми означають обмежений доступ до внутрішніх та зовнішніх джерел фінансових ресурсів, оскільки через невизначеність більшість інвесторів та кредиторів воліє або взагалі не купувати облігації проблемної країни чи надавати їй прямі позики, або надавати державі-позичальнику фінансові ресурси на умовах значно вищої дохідності. Це посилює боргову кризу та фінансову нестабільність у країні-позичальниці і обмежує стабілізаційні можливості державних монетарних та фіскальних регуляторів. В умовах невизначености органи державної влади надають перевагу короткостроковим, менш ризикованим та менш дохідним інвестиційним проєктам. Результатом цього є неефективний розподіл ресурсів, зменшення продуктивности капіталу, низький мультиплікативний ефект інвестицій та сповільнення економічного розвитку.

• Боргова криза суттєво послаблює фінансовий та корпоративний сектор економіки. Ризик дефолту змушує інвесторів продавати державні облігації, таким чином знижуючи ціни на них. Це підвищує загальний рівень відсоткових ставок в економіці, зростання вартости капіталу для корпоративного сектору та часткове згортання інвестиційних проєктів. Падіння цін на активи впливає на фінансові інститути, що забезпечують економіку ліквідністю. Надмірний рівень державного боргу знижує кредитний рейтинг країни та її боргових цінних паперів. Це змушує банки, які тримають дані цінні папери у своїх інвестиційних портфелях, відповідно до базельських стандартів забезпечувати їх більшими обсягами капіталу, що знижує показники прибутковости банківських установ. Дилери, що торгують цінними паперами, зазнають великих втрат через зниження цін на державні облігації, що призводить до падіння біржових індексів. Результатом для фінансового сектору стає скорочення ліквідних фінансових ресурсів та падіння темпів економічного зростання.

• Приватний сектор також страждає через боргові проблеми уряду. Падіння цін на цінні папери та загальна невизначеність щодо фінансової та економічної ситуації може негативно впливати на рішення домогосподарств купувати товари довготривалого користування. Зважаючи на те, що домогосподарства забезпечують левову часку споживчих витрат в економіці, це може негативно позначитися на ВВП країни.

• Зменшення ефективности фіскальної політики. В умовах боргової кризи фіскальне стимулювання економіки через створення бюджетного дефіциту (як один із видів регуляторної політики держави) може стати проблематичним та важко досяжним, оскільки фіскальна експансія через зменшення податків має менш дієвий вплив на економіку через поведінку домогосподарств. Якщо уряд з метою збільшення зайнятости зменшує податки, фінансуючи це зменшення запозиченнями на фінансових ринках, споживачі на мікрорівні не будуть одразу витрачати кошти, що вони отримали від змен-

шення податкових ставок. Вони їх заощадять, очікуючи майбутнього підвищення податків з боку уряду, який буде змушений виплачувати борги. Або споживачі, не помічаючи різниці між нижчими податками в поточному періоді та вищими податками в майбутніх періодах, не змінюватимуть свою траєкторію витрат і споживання.

Зважаючи на сутність та роль державного боргу в системі економічного розвитку країни, а також враховуючи боргові ризики та загрози, які супроводжують процес державних запозичень, важливо звернути увагу на поняття боргового менеджменту на рівні держав як учасників кредитних відносин.

Борговий менеджмент (debt management) включає в себе розгляд та прийняття рішень щодо питань вибору оптимальної структури відсоткових ставок за борговими інструментами, термінів, валюти та інструментів запозичень, фінансових майданчиків розміщення цих запозичень, а також умов реструктуризації обсягів заборгованости. Борговий менеджмент та аналіз структури державного боргу має на меті встановити ступінь фінансової стійкости країни, її державний та приватний сектор з акцентом на показниках платоспроможности та ліквідности. Головними інструментами боргового менеджменту та аналізу структури державного боргу[11] є:

- ***Боргові відношення, показники боргової безпеки (debt ratios)*** — яскраві індикатори поточного стану державного боргу;
- ***Декомпозиція боргу*** за борговими інструментами, терміном дії цих інструментів, валютою боргу, видами відсоткових ставок за позиками тощо.

Представлений інструментарій широко використовується МВФ[12], Світовим банком та Організацією економічної співпраці та розвитку[13] для встановлення рівня стійкости боргової політики різних країн світу.

Боргові відношення (debt ratios) є кількісними показниками, що виявляють і узагальнюють тренди в структурі боргу і борговій політиці[14]. МВФ визначає боргові відношення, як «моментальні знімки (snap-shots) боргової структури». Ця риса є суттєвою перевагою даного методу, оскільки він є легшим та більш зручним, бо не вимагає кількісних прогнозів щодо змін ВВП, експорту тощо. Проте статичне дослідження не дає повної картини, і тому боргові відношення підраховують за кілька звітних періодів (років, кварталів, місяців). Ще однією проблемою даного інструменту є труднощі із

[11] External debt statistics: guide for compilers and users. — Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2003 — 311 p. — C. 254–270.

[12] International Monetary Fund: Official Web Portal, http://www.imf.org/external.

[13] Organization of Economic Cooperation and Development: Official Web Portal, http://www. oecd.org.

[14] Guidance on Definition and Disclosure of Public Debt. — Vienna: International Organization of Supreme Audit Institutions, 2004 — 21 p.

визначення оптимальних значень боргових відношень та критичних інтервалів цих значень для різних країн. І тому для країн з високим рівнем доходів та країн з менш розвинутими економіками та меншим ступенем довіри до них з боку інвесторів визначені різні граничні значення показників боргової безпеки та їх діяпазони.

Основними показниками боргової безпеки економіки, з врахуванням і публічного і приватного секторів, є такі:

– *Відношення боргу до експорту* — відношення всього випущеного та непогашеного боргу на кінець певного року до доходів від експорту за цей же рік. Експорт розглядається як головне джерело зовнішнього доходу для країн. Якщо цей показник зростає з року в рік, це свідчить що заборгованість зростає швидшими темпами, ніж головне джерело її погашення. Це вказує на можливу проблему із платоспроможністю країни. Цей показник стосується економіки в цілому, особливо боргу приватного сектора. Проте його часто розраховують і для державного боргу, оскільки зростання відношення публічного боргу до експорту є індикатором того, що цей борг набуває надто великих значень для конкретної економіки й стає надто обтяжливим для уряду. Це свідчить про можливу відмову держави від своїх зовнішніх зобов'язань. Варто також звернути увагу на ще один аспект, що показує зв'язок цього показника і боргу державного сектора. Якщо держава вкладає залучені кошти в розвиток певних галузей, реалізуючи довгострокові проєкти, на початкових етапах відношення її боргу до експорту буде набувати великих значень, проте поступово підприємства цих галузей почнуть виробляти більше конкурентоспроможної експортної продукції, зменшуючи цим значення цього показника. У цьому контексті даний показник буде індикатором ефективного використання державою залучених фінансових ресурсів. Граничні норми вказаного показника = 200% експорту.
– *Відношення боргу до ВВП* — відношення всього випущеного та непогашеного боргу на кінець певного року до ВВП за даний конкретний рік. Цей показник визначає загальний потенціял країни в контексті обслуговування її боргу. Він також дає змогу надійно оцінити величини державного боргу, оскільки він зв'язує величину зовнішньої заборгованости країни в цілому чи конкретно державного сектора з її економічною потужністю. Граничні норми цього показника для країн із ринками, що формуються = 30–50 % ВВП, а для розвинених країн = 70–90 % ВВП.
– *Відношення боргу до фіскальних доходів держави* — відношення загального чи конкретно державного боргу на кінець певного року до річних фіскальних доходів бюджету. Цей показник стосується більше боргу

державного сектора, адже показує, наскільки держава здатна виконувати свої зобов'язання, виходячи зі своїх доходів. Дане відношення також може характеризувати загальний зовнішній борг країни, якщо державний борг складає переважну частку національного боргу і держава впроваджує жорсткий фіскальний тиск на економіку, щоб здійснювати платежі щодо обслуговування боргу. Граничні норми цього показника = 200% доходів бюджету.

– *Відношення боргу з відсотками до експорту/доходів бюджету* — відношення річних платежів із обслуговування боргу за певний рік (основної суми боргу та відсотків) до значень експорту чи фіскальних доходів держави за цей конкретний рік. Для приватного сектора чи економіки в цілому в знаменнику береться річний експорт, а для державного сектора — річні доходи бюджету. Даний показник є одним з найкорисніших у визначенні фінансової стійкости країн, адже ілюструє стан її ліквідности та платоспроможности. Він показує, яка частина річного експорту/доходів бюджету йде на обслуговування боргу, а також наскільки країна / держава забезпечена джерелами доходів для виконання своїх зовнішніх зобов'язань, і як раптове зменшення цих показників (більш стосується експорту) може призвести до виникнення у країни проблем з платоспроможністю. Також дане відношення вказує на частку короткострокового боргу в загальній структурі боргу — цей показник більший для країн з короткостроковим боргом.
– *Відношення валютних резервів до частини боргу, що має бути погашена впродовж одного року* — відношення золотовалютних резервів країни, що доступні її центральному банку, до частини заборгованости (без урахування відсотків), що має бути погашена впродовж року. Цей показник вимірює ліквідність країни і показує, наскільки країна готова погасити свою поточну частину боргу, використовуючи лише свої валютні резерви. Країни, що мають низькі значення цього показника, є більш вразливими до криз ліквідности. Граничні норми: 100%.

Декомпозиція боргу за різними його елементами (debt decomposition) є важливим інструментом аналізу фінансової стійкости країни. На відміну від боргових відношень, досліджує не загальний обсяг зовнішнього чи внутрішнього державного боргу, а фокусується на конкретних елементах боргової структури, а саме на формі здійснення запозичень, відсоткових ставках, валюті, в якій борг емітований, термінах дії боргових інструментів тощо. Інструмент декомпозиції боргу за різними складовими дає можливість оцінити, яким чином структура державного боргового портфелю може вплинути на макроекономічну та фінансову стабільність у країні. Відповідно до методології МВФ, в контексті декомпозиції боргу розглядаються багато питань:

який інститут здійснює запозичення, яке функціональне призначення боргового капіталу, які фінансові інструменти при цьому використовуються, на які терміни розрахована позика, в якій валюті та під які відсотки випускається позика, які умови її погашення[15].

Дамо детальнішу характеристику окремим складовим декомпозиції державного боргового портфелю.

Одним із найважливіших питань боргової політики є визначення оптимальної структури державного боргу в контексті терміну запозичення та відсоткової ставки[16]. Термін, на який розраховані запозичення, має винятковe значення, оскільки він прямо впливає на ліквідність країни в цілому, її приватного та публічного секторів. Домінування короткострокового боргу в його загальній структурі призводить до того, що економіка стає надзвичайно вразливою щодо змін макроекономічної кон'юнктури. Країна з великою часткою короткострокового боргу дуже залежить від змін настрою інвесторів. Це несе в собі загрозу різкого відтоку капіталу з країни, девальвації її національної валюти та економічної кризи. Важливим є те, під які відсотки розміщений коротко- і довгостроковий борг. Якщо внаслідок зміни кон'юнктури на світових фінансових ринках відбувається зростання відсоткових ставок, зростають зобов'язання за борговими інструментами, розміщеними під плаваючі ставки, які прив'язані до ринкових, скажімо до LIBOR. Але на борг, розміщений під фіксовані ставки, це ніяк не впливає. Залучення коштів під плаваючі ставки вимагає використання деривативів, зокрема відсоткових свопів (interest-rate swaps), що мінімізують ризики.

Традиційно вважається, що державний борг має бути «well-funded», тобто перебувати в довгострокових облігаціях та кредитах для того, щоб державні фінанси були убезпечені від непередбачуваних змін у настроях інвесторів. Хоча короткострокові боргові цінні папери та інструменти з плаваючою відсотковою ставкою є найдешевшими каналами залучення фінансових ресурсів в контексті відсоткових платежів, проте вони є найбільш ризиковані з точки зору уразливости до зовнішніх шоків. Досвід боргових криз кінця 20 століття засвідчує те, що головною метою управління державним борговим портфелем має бути забезпечення фінансової та економічної стабільности в країні, а не мінімізація витрат з обслуговування державного боргу.

Важливою характеристикою боргового портфелю є те, у якій валюті розміщена зовнішня заборгованість. Існує суттєва різниця між боргом, що виплачується в національній валюті, і боргом в іноземній. У разі девальвації

[15] External debt statistics: guide for compilers and users. — Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2003 — 311 p. — C. 282.

[16] Richard A. Musgrave. Public Finance in Theory and Practice. 3rd edition / Musgrave Richard A., Musgrave Peggy B. — New York: Mcgraw-Hill College, 2003 — 664 p. — C. 360.

національної валюти зовнішня заборгованість в іноземній валюті збільшується у вартості. Це може призвести до проблем з платоспроможністю у країн, які мають велику питому частку боргу в іноземній валюті.

При формуванні та виборі структури державного боргу варто також звертати увагу на структуру інвесторів, що тримають у своїх портфелях державні цінні папери. Від того, у яких інструментах розміщений державний борг, залежить збалансованість структури їх активів. Наприклад, у контексті інвесторів, довгострокові облігації з фіксованою ставкою становлять більший ринковий ризик для фінансових інститутів (банків, пенсійних та інвестиційних фондів), які ними володіють, оскільки раптова зміна ринкового рівня відсоткових ставок може негативно впливати на якість активів цих фінансових установ. Це негативно впливає на фінансову стабільність всередині держави. З метою мінімізації ризиків варто випускати інструменти, призначені для конкретних груп інвесторів, щоб диверсифікувати базу тих, хто утримує державний борг країни. Пенсійні фонди схильні вкладати в індексовані на інфляцію державні облігації, іноземні інвестори люблять облігації з більшою дохідністю тощо.

Для повноцінного аналізу фінансової стійкости країн важливим є моніторинг того, в які сектори спрямований позичковий капітал. Якщо внаслідок зовнішніх шоків падає попит на світових ринках на продукцію цих секторів, це може свідчити про виникнення у країни проблем з платоспроможністю та ліквідністю.

Останнім вагомим пунктом аналізу фінансової стійкости країн є відслідковування умов та графіків погашень позик.

Підсумовуючи зазначимо, що державні запозичення на внутрішніх та зовнішніх фінансових ринках є невід'ємною складовою фінансових ресурсів держави, що дають змогу державі вирішувати свої локальні та глобальні завдання. Постійне нарощування державного боргу призводить до виникнення боргового тягаря — обмеженості держави в платоспроможності та ліквідності. Проблеми із суверенним боргом породжують невизначеність на ринках боргових цінних паперів. Через це зменшуються фінансові можливості держави, її здатність проводити ефективну макроекономічну політику. Збільшується вразливість системи державних фінансів, а також всього національного фінансового ринку, в особі головних маркетмейкерів до зовнішніх економічних шоків. Зростає вартість залучення капіталу реальним сектором, оскільки ставки за державними облігаціями відіграють роль опорної точки (benchmark) для розрахунку премій за ризик та вимог інвесторів щодо дохідности інвестицій. Падає добробут приватного сектора через падіння вартости державних облігацій, що для багатьох є головним інструментом зберігання заощаджень.

Борговий менеджмент (debt management) є тотожним поняттям до державної боргової політики, що включає в себе розгляд і прийняття рішень щодо питань вибору оптимальної структури відсоткових ставок за державними борговими інструментами, термінів, валюти та місця розміщення цих інструментів. Органами державної влади в різних державах та наднаціональними економічними та фінансовими структурами (МВФ, Світовий банк, ОЕСР) для виявлення рівня стійкости боргової політики країни використовуються наступні інструменти: декомпозиція державного боргу за різними складовими (форма позики, вартість, терміни, валюта державних запозичень); розрахунок боргових відношень (показників боргової безпеки).