

# РИСКИ И ОЦЕНКИ ГОСУДАРСТВЕННОГО ДОЛГА УКРАИНЫ

## UKRAINIAN PUBLIC DEBT'S RISKS AND ESTIMATIONS

**Федор РОГАЧ,**  
кандидат экономических наук,  
АО «Государственный сберегательный  
банк Украины», Киев



**Fedor ROGACH,**  
PhD Economics,  
Public Joint-Stock Company  
«State Savings Bank of Ukraine», Kyiv

С 1995 года Украина перешла от сугубо эмиссионного метода покрытия дефицита государственного бюджета к долговому методу через привлечение финансовых ресурсов на внутреннем и внешнем рынках путем выпуска государственных долговых бумаг. Хаотичный характер государственной долговой политики, связанный с финансированием текущих бюджетных потребностей, негативно сказывался на государственных финансах в моменты серьезных испытаний: он привел к фактическому дефолту и реструктуризации государственного долга во время финансового кризиса 1998 года и серьезному осложнению долговой ситуации после финансового кризиса 2008.

Современный мировой финансовый кризис перевернул устоявшиеся представления о государственном долге и сделал эту проблему особенно актуальной для многих стран, а не только для Украины, поставив их на грань финансовой, экономической, социальной и политической безопасности. Неудержимый и угрожающий рост долга во многих странах вызывает всеобщую тревогу в деловых, научных и политических сферах и отражает неспособность решать эту задачу.

Поэтому особую важность приобретает вопрос оценки состояния государственных финансов и рисков для Украины, управления долгом особенно ввиду вероятной второй волны мирового финансового кризиса, способной еще более усугубить нынешнюю сложную ситуацию.

И хотя проблемы долга были в центре внимания ведущих ученых-экономистов, это не предотвратило сегодняшних долговых проблем большинства развитых экономик мира, что говорит о появлении новых неучтенных факторов. Украинской экономической власти удалось решить долговые проблемы Украины 90-х годов, но кризис 2008 показал, что они могут вернуться. Критерии отношения к государственному долгу, его оценки заставляют снова возвращаться к этим вопросам.

Поэтому **цель** статьи заключается в выявлении и характеристике долговых рисков для Украины в свете последнего финансового кризиса, а также применении новых показателей их оценки.

Мировая практика свидетельствует, что наращивание долгового финансирования расходов государственных бюджетов стало обычным явлением. Основной причиной наращивания долгов является опережение роста взятых государствами на себя финансовых обязательств перед ростом доходов государственных бюджетов, несбалансированность бюджетов, их дефицитность и склонность правительств решать проблему бюджетного дефицита за счет все больших заимствований. В Украине, кроме того, финансовые дефициты социальных фондов (таких как Пенсионный фонд) или государственных предприятий (например, НАК «Нефтегаз Украины») также могут решаться за счет наращивания дефицита государственного бюджета и соответственно государственного долга.

**Состояние государственного долга** зависит от ежегодных операций, связанных с получением новых займов, с одной стороны, и выплатами по займам, с другой стороны.

**Поступления от займов** относятся к доходам государственного бюджета и увеличивают долг, а **выплаты по государственным займам** относятся к расходам государственного бюджета и уменьшают долг.

Основными **кредиторами внешнего долга**, как правило, являются нерезиденты: другие государства, международные финансовые организации (такие как Международный валютный фонд, Международный банк реконструкции и развития и др.), частные финансовые организации; а сам долг номинируется в иностранной валюте.

Основными **кредиторами внутреннего долга**, как правило, являются резиденты: население, корпорации, финансовые учреждения; а сам долг номинируется в национальной валюте государства-дебитора.

Соотношение между внутренним и внешним долгом таково, что первый не является дополнительным бременем для будущих поколений, поскольку при выплате долга средства не покидают страну, экономику, а перераспределяются через бюджет между резидентами страны в пользу держателей государственных долговых бумаг [1]. Внешний же долг, в отличие от внутреннего, приводит к передаче за пределы страны и потере части валового внутреннего продукта (ВВП) в виде процентов, а также с учетом валютных рисков.

Классики экономической науки А.Смит, Д.Рикардо, Т.Мальтус, Ф.Небениум к государственному заимствованию и долгу относились негативно, считая их нецелесообразной потерей части благосостояния страны [1].

В XX веке В.Бютер, Ф.Модильяни, Р.Масгрейв, В.Викри, А.Кети, Д.Стиглиц считали, что долговое бремя подрывает инвестиционную активность и охлаждает экономику, тормозя ее рост. [1]. Кроме того, внешние заимствования приводят к укреплению национальной валюты, грозят снижением конкурентоспособности экономики, падением экспорта, ростом импорта, формированием отрицательного торгового баланса, экономическим кризисом.

Можно выделить положительные и отрицательные эффекты от привлечения займов на финансирование бюджетного дефицита. К **положительным** можно отнести:

- финансирование временных дефицитов бюджетов вследствие временных снижений бюджетных доходов для выполнения текущих обязательств или временного роста обязательств в расчете на рост доходов в будущем;

- возможность покрывать правительствами дефицит бюджета путем мобилизации временно свободных средств частного сектора страны;

- целевой характер инвестиций из бюджета в экономику и социальную сферу, которые частным сектором не были бы сделаны; они необходимы для социально-экономического

развития страны;

- переоценку и снижение уровня внешнего долга вследствие ревальвации национальной валюты;

- относительную дешевизну (меньшая процентная ставка) по внешним заимствованиям по сравнению с внутренними.

К **отрицательным последствиям** наличия государственного долга можно отнести:

- некоммерческий характер бюджетных расходов, который не позволяет окупать займы и не имеет соответствующего обеспечения для выплат по ним; создание дополнительной нагрузки на бюджет и необходимость перераспределения расходов в пользу выплат по долгу за счет других расходов;

- платность заимствований, что обуславливает превышение выплат над привлечением;

- необходимость увеличения налоговой нагрузки на экономику для выплат по долгам, что вызывает торможение ее роста, снижение объемов налоговых поступлений в будущих периодах и нивелирует эффект заимствований;

- эффект изъятия частных инвестиций с финансового рынка («вытеснения инвестиций»), рост стоимости финансовых ресурсов, ставок, что провоцирует торможение роста экономики, потребительской активности, рост инфляции затрат;

*В статье дается общая характеристика состояния государственных долгов в мире, указаны также причины резкого роста государственного долга Украины. Выделяется специфика Украины, факторы и показатели в формировании государственного долга в периоды кризисов. Риск наступления второй волны мирового финансового кризиса определяется в качестве фактора серьезного ухудшения долговой ситуации Украины.*

*It is given a general description of the public debts' state all over the world, it is also pointed the causes of Ukrainian public debt's quick increase. It is provided the specifics of Ukraine, and performance factors in the formation of the national debt in times of crisis. The risk of a second wave of the global financial crisis is indicated as the factor of serious debt situation deterioration in Ukraine.*



□ переоценку и рост уровня внешнего долга вследствие девальвации национальной валюты;

□ передачу (при внешнем долге) части созданного ВВП за пределы страны, падение международного авторитета страны;

□ определенную социальную несправедливость перераспределения финансовых ресурсов через погашение долга, когда бюджет наполняют все налогоплательщики, а бенефициарами по долговым выплатам становятся лишь некоторые из них.

Итак, государственные заимствования, с одной стороны, вызваны дефицитом государственного бюджета, а с другой – ведут к дальнейшему росту дефицита бюджета в следующих периодах вследствие возврата займов и процентов по ним вилоть до того, что касаются **финансовой безопасности** государства и страны.

Так, по **Н.Карлину**, **финансовая безопасность** является таким состоянием финансовой, денежно-кредитной, валютной, банковской, бюджетной, налоговой систем, которое характеризуется сбалансированностью, устойчивостью к внутренним и внешним негативным влияниям, способностью обеспечить эффективное функционирование национальной экономической системы и экономический рост [2].

А значит, необходима государственная **долговая политики по управлению госдолгом**, призванная оптимизировать весь комплекс упомянутых балансов путем рационализации структуры привлечения, погашения и обслуживания займов.

Важнейший вопрос управления долгом – это критерии и показатели безопасного долга. Наиболее распространенным является показатель отношения долга к объему валового внутреннего продукта (ВВП), допускающий пропорциональное изменение размера долга к изменению объема ВВП. Разные специалисты, организации и государства допускают разные значения этого показателя:

□ по К.Рейнхарту и К.Рогоффу критическое значение долга – 90% от ВВП;

□ по А.Илларионову – до 25% от ВВП [3];

□ по Е.Ясину и Е.Гавриленко – до 50% от ВВП [4];

□ для Мирового Банка ориентиром является 50% от ВВП;

□ Маастрихтские соглашения устанавливают для стран Европейского Союза предельный уровень 60% от ВВП;

□ Бюджетный кодекс Украины устанавливает предельный уровень государственного и гарантированного государством долга на уровне 60% от ВВП.

Вместе с тем следует учитывать зависимость долговых рисков и нагрузки на бюджет от качественной, количественной и временной структуры долга. Так, **В.Козюк** отмечает, что большие объемы могут оказывать меньшее давление на годовой бюджет, чем меньшие объемы, если их срочность больше [5].

Кроме того, отечественные и иностранные эксперты указывают на необходимость использования для разных стран дополнительных показателей оценки долга в зависимости от характера развития страны, необходимые для формирования долговой политики и управления долгом.

Примером комплексных (на основе совокупности разных показателей) являются оценки платежеспособности государства рейтинговыми агентствами, но при этом их отличает и определенная универсальность оценочных подходов к разным странам.

Такие показатели можно назвать **статическими (качественными)**, поскольку фактический уровень долга можно только соотносить с указанными критическими уровнями. Кроме них, можно также назвать **динамические (количественные)** показатели, указывающие на опасное ускорение роста долга и дающие их количественную оценку тогда, когда фактические уровни долга находятся в пределах нормативов относительно ВВП или за их пределами. Такими показателями являются:

□ ставки доходности по государственным облигациям;

□ кредитно-дефолтные свопы (Credit Default Swap – CDS).

Ставки доходности облигаций отражают риски дефолта, они тем выше, чем выше инвесторами оценивается риск. Критическому дефолтному («мусорному») для долгов развивающихся стран) уровню соответствует доходность 7% и выше.

CDS – стоимость страховки на случай дефолта по обязательствам, выраженная в пунктах или процентах к долгу. Критическому дефолтному (мусорному) уровню соответствует 700 пунктов или 7% и выше.

Аналогичный им – рейтинг ВВ и ниже высокодоходных мусорных (бросовых) облигаций по классификации рейтингового агентства S&P.

Кризис 2008 года привел к падению ВВП и бюджетных поступлений во многих странах, а программы поддержания спроса и социальных гарантий – к резкому росту бюджетных дефицитов и государственных заимствований (см. табл.).

Долговая ситуация ухудшилась во всем мире: с 62,1% до ожидаемых в 2011 году 79,6% от мирового ВВП. Однако особенно напряженной является ситуация с наращиванием долга в таких странах, как США, Япония, Португалия, Италия, Греция, Ирландия, где общий государственный долг (General government gross

Таблица 1. Государственный долг стран, % к ВВП [6]

	Общий			Чистый		
	2007	2010	2011 (прогноз)	2007	2010	2011 (прогноз)
Мир	62,1	79,25	79,6	0	0	0
США	62,33	94,36	100,05	42,86	68,34	72,61
Япония	187,65	220	233,1	81,49	117,24	130,59
Украина	12,31	40,06	39,34	10,12	37,99	37,6
Португалия	68,27	92,92	106,03	63,66	88,7	101,81
Испания	36,12	60,12	67,42	26,52	48,75	56,05
Ирландия	24,94	94,92	109,27	11,17	78,04	98,75
Греция	105,41	142,76	165,56	105,41	142,76	153,08
Польша	44,99	54,98	55,95	10,22	21,35	24,52
Россия	8,51	11,75	11,68	...	...	...
Германия	65,01	83,96	82,64	50,18	57,56	57,17
Франция	64,22	82,33	86,81	59,55	76,5	80,99
Италия	103,62	119	121,07	87,35	99,35	100,44
Швейцария	17,57	17,53	25,11	1,11	6,14	15,76
Китай	19,59	33,83	26,88	...	...	...
Великобритания	43,94	75,5	80,76	38,15	67,68	72,85

debt) к ВВП превысил 100%. Рекордным ожидается в 2011 году государственный долг Японии – 233,1% от ВВП, хотя японские активы позволяют иметь чистый долг (General government net debt) на уровне 130,59%, то есть меньше, чем у Греции. И все же не долги США или Японии, имеющих возможность проводить самостоятельную финансовую политику, беспокоили в 2011 году экспертов и инвесторов, а долги Греции, Португалии, Испании, Ирландии и Италии, которые как раз такой возможности не имели. Связанные условиями европейского валютного союза, они так и не смогли преодолеть экономический спад до конца 2011 года.

Самый высокий уровень государственного (и гарантированного государством) долга в своей новейшей истории Украина имела в 1999 году – 60,98% от ВВП после финансового кризиса 1998 года. Последовавший за ним экономический подъем 2000-х годов позволил на фоне растущих бюджетных доходов отказаться от займов, погасить их и снизить к 2007 году общий государственный долг до 12,31% от ВВП, а чистый государственный долг – до 10,12% от ВВП [6]. По данным Министерства финансов Украины [7; 8], объемы долговых выплат составляли в 2007, 2008 годах соответственно 5,6% и 4,2% от доходов государственного бюджета (**диаграмма 1**).

Мировой кризис 2008 года прервал позитивное развитие долговой ситуации в Украине. Падение в 2009 году в долларовом исчислении номинального ВВП на 35% и доходов бюджета на 4,4% вынудили правительство воспользоваться положительными сторонами заимствований, которое начало их интенсивно наращивать для покрытия бюджетного дефицита. Общий государственный долг возрос в 2009, 2010 соответственно до 35,38% и 40,06% от ВВП [6].

Диаграмма 1. Удельный вес выплат по государственному долгу в доходах государственного бюджета Украины

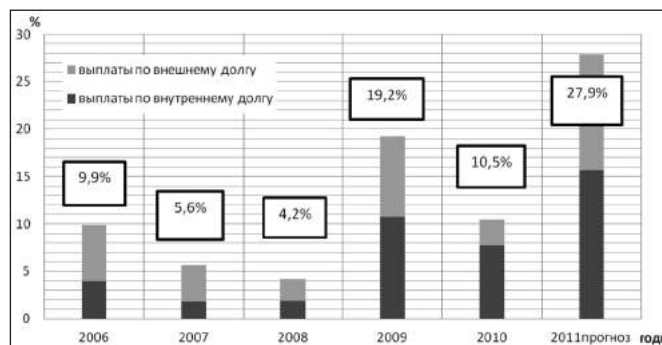


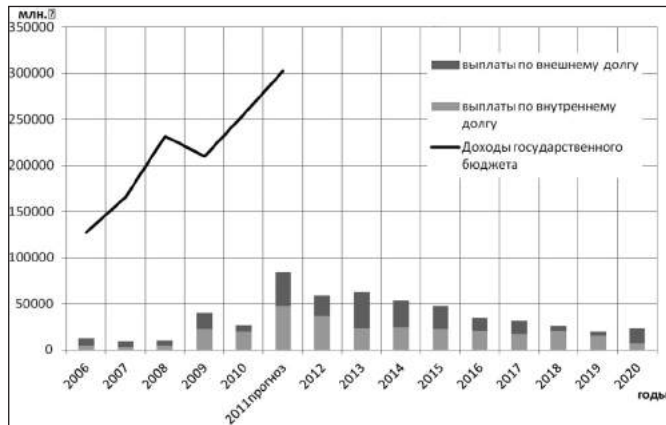
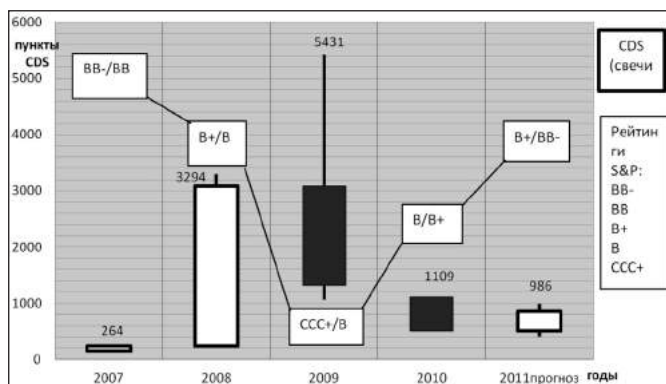
Диаграмма 2. Погашение и обслуживание  
 общего государственного долга Украины


Диаграмма 3. CDS и рейтинги S&amp;P на суверенный долг Украины



В таком более чем трехкратном за 2 года росте долга (с 12,31% от ВВП до 40,06%) проявилась украинская специфика:

- критическая зависимость открытой украинской экономики, динамики ВВП и бюджетных поступлений от мировой экономической конъюнктуры;
- высокий валютный риск – риск девальвации гривны в периоды кризисов, которой украинская экономика реагирует на ухудшение мировой конъюнктуры; этот риск требует переоценки внешнего долга в сторону его роста и увеличивает нагрузку на бюджет;
- высокая инфляция требует соответствующей высокой доходности для инвесторов по внутреннему долгу.

Такие особенности резко повышают объемы выплат по долгам в кризисные и посткризисные периоды, дополнительно обременяя государственный бюджет и выявляя все отрицательные стороны заимствований.

Следует отметить, что правительству Украины за последние годы удалось выровнять структуру долга в разрезе валюты погашения. Если по состоянию на 31.12.2007 государственный долг в размере \$17573,2 млрд. имел структуру погашения гривна/ин.валюта как 15,31%/84,69% в пользу иностранной валюты, то на 31.10.2011 эта структура уже была как 42,9%/57,1% в пользу иностранной валюты со стремлением к паритетным условиям доходности [9; 10].

Основным источником обеспечения внешнего долга, как и международных резервов Национального банка Украины (НБУ), являются валютные поступления от экспорта товаров и услуг, достигшем в 2010 году уровня \$69255 млн. и превысившем докризисный уровень 2007 года [11]. Международные резервы НБУ, составившие в декабре 2011 года \$31,8 млрд. [12], сами могут быть источником погашения внешнего государственного долга в \$38,3 млрд. [10].

После падения ВВП и доходов государственного бюджета 2009 года, в 2010, 2011 годах возобновился их рост. Это существенно облегчило выплаты по государственным долгам, пик которых пришелся на 2011 год (диаграммы 1, 2). В последующие годы ожидается постепенное ослабление долговой нагрузки на государственный бюджет, однако вероятность второй волны мирового финансового кризиса остается высокой, а значит, остаются высокие бюджетные и долговые риски для Украины. Именно

это обстоятельство не позволяет удовлетвориться умеренным долгом Украины на уровне 40% от ВВП, который может стать стартовым уровнем для дальнейшего роста.

В связи с этим интересны оценки долгового статуса Украины с точки зрения рейтинговых агентств и индекса CDS (диаграмма 3).

Например, рейтинговое агентство Standard & Poor's (S&P) и до кризиса 2008 года относило государственные обязательства Украины не к инвестиционной категории, а к спекулятивной, в ходе кризиса последовательно понижало их рейтинги, а по мере погашения и обслуживания обязательств (особенно в 2011 году) последовательно их повышало [13]. Правда, кредитные агентства, «проспавшие» финансовый кризис, часто подвергаются критике за свою негибкость. Более гибкими и адекватными ситуации нам представляются показатели CDS [14]. Максимальный риск 2007 года, показанный ими на уровне 264 пунктов, вполне соответствовал той низкой долговой нагрузке. Показатели 2008, 2009 вполне соответствовали экономическому провалу этих годов, резкому росту долга и негативным ожиданиям на будущее. Падение страховых CDS в 2010, 2011 годах также адекватно отражает возобновление роста ВВП, доходов бюджета, преодоление рисков по долгам выплатам. Некоторый рост индекса в конце 2011 года отражает рост риска второй волны мирового финансового кризиса, о чем говорилось выше.

## ВЫВОДЫ

В результате из актуальной украинской долговой ситуации можем вынести следующие выводы:

1. Важнейшими факторами и показателями оценки долга для Украины являются:
  - динамика ВВП и риск его падения;
  - дефицит бюджета;
  - объем государственного долга;
  - инфляция и ставки доходности по внутренним займам;
  - валютные риски и ставки доходности по внешним займам;
  - обеспечение внешнего государственного долга международными валютными резервами.

Эти показатели и факторы могут стать основой для выработки политики по управлению государственным долгом.

2. Критическая зависимость украинской экономики от мировой конъюнктуры, а также валютный риск (риск девальвации гривны) являются ключевыми рисками в управлении долгом в виду ожидаемой второй волны мирового финансового кризиса. Именно это обстоятельство не позволяет удовлетвориться умеренным долгом Украины на уровне 40% от ВВП, который может стать стартовым уровнем для дальнейшего роста, а также побуждает к минимизации внешних заимствований.

3. Внешние заимствования следует минимизировать для предотвращения безвозвратной утраты страной части ее ВВП.

4. Кредитно-дефолтные свопы как средство оценки государственного долга заслуживают внимания и дальнейшего изучения.

## ЛИТЕРАТУРА

1. Пасічник Ю.В. Методологічні підходи західної фінансової науки до проблем державного боргу // *Фінанси України*. – 2006. – №4.
2. *Фінансова система України*. М.І.Карліт. – К.: Знання, 2007.
3. Критерии экономической безопасности. А.И.Ларионов // *Вопросы экономики*. – 1994. – №10.
4. О проблеме урегулирования внешнего долга России / Е.Ясин, Е.Гавриленков // *Вопр. экономики*. – 1995. – № 5.
5. *Державний борг в умовах ринкової трансформації економіки України: монографія / В.В.Козлюк. – Тернопіль: КАРТ-БЛАНШ, 2002.*
6. *Международный Валютный Фонд*. – [www.imf.org/external/data.htm](http://www.imf.org/external/data.htm).
7. *Министерство финансов Украины*. – [www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat\\_id=77643&stind=31](http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat_id=77643&stind=31).
8. *Министерство финансов Украины*. – [http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat\\_id=36047](http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat_id=36047).
9. *Министерство финансов Украины*. – [www.minfin.gov.ua/file/link/296220/file/borg.pdf](http://www.minfin.gov.ua/file/link/296220/file/borg.pdf).
10. *Министерство финансов Украины*. – [www.minfin.gov.ua/file/link/316100/file/Debt\\_31.10.2011\\_new.pdf](http://www.minfin.gov.ua/file/link/316100/file/Debt_31.10.2011_new.pdf).
11. *Национальный банк Украины*. – [www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=44464](http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=44464).
12. *Национальный банк Украины*. – [http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=84787&cat\\_id=58039](http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=84787&cat_id=58039).
13. *Министерство финансов Украины*. – [http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=262159&cat\\_id=61736](http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=262159&cat_id=61736).
14. *Информационное агентство Bloomberg*. – <http://www.bloomberg.com/apps/quote?ticker=CUKRIU5:IND>.