

## Динаміка боргу і “стабільність” фіскальної політики України

На початку 90-х рр. Україна мала великий дефіцит бюджету, що часом перевищував 10 відсотків ВВП і фінансувався шляхом грошової емісії центральним банком (НБУ). Результат можна було легко передбачити – гіперінфляція та руйнація тогочасної національної грошової одиниці – карбованця, який в народі називали не інакше як “фантиками” або “дерев’яними” грішми. Для відновлення макроекономічної стабільності уряд запровадив у вересні 1996 р. нову національну валюту – гривню. Крім того, ввів обов’язкову політику, що забороняла центральному банку фінансувати фіскальний дефіцит. Тож за необхідності знайти нові шляхи фінансування дефіциту Держбюджету уряд звернувся до внутрішніх та зовнішніх джерел фінансування. В другому півріччі 1995 р. було створено ринок облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП). Основними покупцями цього нового фінансового інструменту стали українські банки. Іноземні позичальники від міжнародних фінансових установ та іноземних банків, як от Мерріл-Лінч, також розширили практику надання фінансових кредитів уряду України.

Зважаючи на досить високі реальні процентні ставки, що їх Україна мусила сплачувати на нововипущені іноземні й внутрішні позики, ми розглядаємо в цій статті питання про те, чи дозволяє така тактика запозичень кардинально розв’язати проблему фінансування бюджетного дефіциту й чи не опиняється Україна у фіскальній ситуації, яка “накидає” їй бюджетний дефіцит на довгострокову перспективу. Інакше кажучи, наскільки “стабільна” фіскальна політика України, а якщо ж вона нестабільна, то як швидко Україна відчує потребу вдатися до іншої політики, що позначатиметься стабільністю?

Щоб відповісти на ці питання, в статті розроблено спрощену модель динаміки дефіциту та державного боргу й розглянуто прикладення цієї моделі в контексті фіскальної стабільності. Після короткого екскурсу в недавню історію дефіциту та боргу України, ми оцінюємо стабільність фіскальної політики України й визначаємо межі, до якої обслуговування існуючого боргу справляє “ефект витіснення” на суспільно продуктивні видатки. На закінчення подано стислі тези головних моментів.

### I. Модель стабільної фіскальної політики

Фіскальна політика вважається стабільною, якщо не веде до загрозливого зростання відношення державного боргу до національного доходу. Необмежене зростання цього коефіцієнта означає, що на певному етапі країна муситиме спрямовувати всі свої доходи на обслуговування державного боргу, чого економіка та суспільство витримати, безумовно, не можуть. Стабільна фіскальна політика, з іншого боку, передбачає вибір комплексу фіскальних параметрів, які дозволяють досягти стабільного планованого рівня державного боргу як частки національного доходу. Якщо фіскальна політика є нестабільною, то в майбутньому слід чекати одного з трьох наслідків чи їхньої комбінації. Або доведеться міняти фіскальну

політику, або міняти якусь іншу політику, наприклад, грошово-кредитну, або ж шукати можливості досягнення стабільності фіскальної політики в зміні зовнішніх факторів.

Щоб унаочнити концепцію стабільності, введемо такі позначення:

$D$  – державний борг;

$d$  – дефіцит державного сектора, або зміна державного боргу;

$Y$  – реальний національний дохід;

$r$  – реальна процентна ставка, за якою обслуговується державний борг;

$g$  – показник росту реального національного доходу;

$p$  – первинний (без процентів) дефіцит державного сектора, або загальний дефіцит мінус процент, що сплачується на державний борг; за означенням,  $d = p + rD$ .

Умовою досягнення стабільного відношення  $D$  до  $Y$  є однакова швидкість зростання державного боргу та реального національного доходу:  $d/D = g$ , або  $d/Y = g \cdot D/Y$ . Підставляючи означення  $d$  в цей вираз, одержуємо відношення первинного дефіциту до доходу, яке відповідає стабільному відношенню боргу до доходу:

$$p/Y = (g - r) D/Y$$

Знак необхідного балансу первинного бюджету залежить від відношення між  $g$  та  $r$ . Якщо  $g$  перевищує  $r$ , то для досягнення незмінного відношення боргу до доходу необхідний первинний дефіцит. Якщо  $g$  дорівнює  $r$ , то для досягнення незмінного відношення боргу до доходу необхідно збалансувати первинний бюджет. З іншого боку, якщо  $g$  менше за  $r$ , країна має досягти надлишку первинного бюджету, щоб запобігти зростанню відношення боргу до доходу.

З попереднього рівняння для незмінності відношення борг/дохід, можна вивести відношення боргу до доходу в будь-який момент “ $t$ ” при будь-якому початковому значенні цього відношення  $(D/Y)_0$ . Щоб спростити цю формулу, припустимо, що на початку первинний дефіцит був нульовим. У цьому особливому випадку еволюція відношення борг/дохід у часі виглядатиме так:

$$(D/Y)_t = (D/Y)_0 e^{(r-g)t}$$

Доки країна платить реальну процентну ставку на державний борг, що перевищує швидкість її економічного росту, відношення борг/дохід збільшуватиметься експотенційно та необмежено, якщо країна утримує збалансований первинний дефіцит. У такій країні як Україна, де темпи росту близькі до нуля, а первинний дефіцит визначено нульовим, відношення борг/дохід зростатиме щорічно пропорційно до росту процентної ставки.<sup>1</sup> При нульовому

<sup>1</sup> Для того, щоб чітко собі уявити цей результат, пригадайте визначення дефіциту,  $d = p + rD$ . Якщо  $p$  дорівнює нулеві, а  $Y$  не змінюється (немає зростання), то  $d/D$  – річний темп росту відношення борг/дохід, дорівнює  $r$ .

зростанні єдиний спосіб, у який Україна може уникнути дедалі більшого зростання відношення борг/дохід, є нульовий дефіцит Держбюджету або такий обсяг надлишку первинного бюджету, який відповідає потребам з обслуговування боргу. Якщо надлишок первинного бюджету буде меншим і зростання не відбудуватиметься, відношення борг/дохід неухильно зростатиме відповідно до такого динамічного рівняння:

$$(D/Y)_t = (D/Y)_0 e^{(1-a)r} \text{ де } a = -p/rD$$

Очевидно, що коли  $-p = rD$ , а дефіцит дорівнює нулеві, відношення борг/дохід може стабілізуватися, набувши будь-якого постійного значення.

Нижче ми розглянемо поведінку відношення борг/дохід та тягара обслуговування боргу в Україні протягом останніх років, а також прогнозні значення цих змінних у 1999 р. в контексті визначених тут динамічних зв'язків.

## II. Державний борг і рівень обслуговування державного боргу в Україні

Як видно з даних, наведених у таблиці 1, в Україні відношення державний борг/дохід значно зросло за період 1996-98 рр. Очікується, що воно істотно зросте далі в 1999 р. В таблиці 1 показано рівень внутрішнього й зовнішнього боргів, останній - у національній валюті, обсяг сумарного боргу державного сектора, сумарний борг як частка ВВП та річну швидкість зростання відношення боргу до ВВП. У 1996 р. відношення боргу до ВВП складало 23 відсотки. Очікується, що на кінець 1999 р. це відношення зросте до 50 відсотків. Вибухове зростання відношення боргу до доходу пояснюється кількома факторами. По-перше, як зазначалося вище, в Україні не відбувається економічного росту, тож будь-який позитивний фіскальний дефіцит автоматично збільшує відношення боргу до доходу. Фіскальний дефіцит як частка ВВП в Україні складав 4.4 відсотка в 1996 р., 6.7 відсотка у 1997 р. і два відсотка в 1998 р.<sup>2</sup> На 1999 р. в Україні очікується надлишок первинного бюджету в сумі 2.29 млрд грн, але він буде меншим за суму обслуговування боргу (3.545 млрд грн) на обсяг планованого бюджетного дефіциту, або 1.260 млрд грн.

По-друге, уряд України досі не доклав жодних цілеспрямованих зусиль, щоб спрямувати запозичені кошти на інвестиційні цілі та забезпечити безпосередньо чи опосередковано зростання виробничої потужності, за рахунок якого можна було б одержати ресурси для обслуговування державного боргу. Іншими словами, покладання державним сектором додаткових зобов'язань на себе (зростання пасивів) не супроводжується відповідним зростанням активів, які й генерують доходи. Так, частину коштів від випуску єврооблігацій було спрямовано на часткове покриття дедалі більшої заборгованості в бюджетній сфері.

<sup>2</sup> З урахуванням бюджетної заборгованості чистий дефіцит бюджетів України перевищує наведені цифри. Для цілей цього аналізу в більшості випадків можна без втрат знехтувати цією заборгованістю, оскільки на відміну від формального дефіциту, який вимагає фінансування за рахунок запозичень на ринку капіталу, ця заборгованість, по суті, фінансується через ринок праці в простий спосіб – робітникам та пенсіонерам не виплачують належні їм кошти.

По-третє, Україна сплачує надзвичайно високі процентні ставки на свій державний борг. Номінальні річні процентні ставки на ОВДП знизилися з 102.5 відсотка в 1996 р. до 43 відсотків у першому кварталі 1997 р., але потім знову зросли через втрату довір'я з боку інвесторів-нерезидентів, банківську кризу і кризу заборгованості в Азії та Росії. В 1998 р. Україна здійснила конверсію, замінивши ОВДП в обсязі 2.3 млрд грн, придбаних нерезидентами та місцевими банками, на довгостроковіші інструменти, погашення яких розпочнеться в 2000 р. Доходність цих конвертованих облігацій складає 40 відсотків. З урахуванням інфляції реальна процентна ставка *ex post* на внутрішньоборгові зобов'язання коливається навколо центрального значення близько 25 відсотків. Попри невисокий міжнародний кредитний рейтинг, Україні вдалося здійснити запозичення на міжнародному ринку капіталів під 15-17 відсотків. Тобто, вартість зовнішніх запозичень була меншою, ніж вартість запозичень на внутрішньому ринку. Цю перевагу перекреслила девальвація гривні, яка призвела до істотного підвищення вартості обслуговування зовнішнього боргу. В таблиці 1 зниження зовнішньої вартості гривні приблизно на шістьдесят відсотків протягом 1998-1999 рр. відображено через значне зростання вартості зовнішнього боргу в національній валюті на той самий відсоток. Іншим наслідком девальвації є зростання ефективної процентної ставки на зовнішні запозичення приблизно до 25 відсотків.

Завдяки тому, що Україна вжила заходів до зменшення обсягу її бюджетного дефіциту в 1999 році до приблизно одного відсотка ВВП, очікується, що швидкість росту відношення борг/дохід буде меншою, ніж у 1997 та 1998 рр., хоч і складатиме 27 відсотків, що, очевидно, є неприйнятним. Тож потрібно буде докласти ще більших зусиль, щоб зменшити дефіцит, наблизивши його до нуля, й стабілізувати відношення боргу до доходу. Загалом, річний приріст відношення борг/дохід наблизився до рівня реальної процентної ставки, що сплачується на цей борг. Річний приріст був дещо вищим у 1998 році через значний дефіцит первинного бюджету (4.7 відсотка ВВП) в попередньому році.

**Таблиця 1**  
**Зростання державного боргу України (млн грн)**

	1996	1997	1998	1999 (прогноз)
Внутрішній борг	2 342	8 762	12 634	14 000
Зовнішній борг (грн)	16 177	17 963	28 405	50 200
Сумарний борг	18 519	26 725	41 039	64 200
ВВП	81 520	93 365	103 900	129 000
Сумарний борг /ВВП(%)	23	28.6	39.5	50
Відсоткова зміна відношення сумарний борг/ВВП	-	26	38	27

Джерело: *НИД Quarterly Monitoring Report та розрахунки Barents Group.*

Протягом чотирирічного періоду з 1996 по 1999 рр. відношення боргу до доходу в Україні зросло майже вдвічі й до кінця 1999 р. досягне рівня 50 відсотків.

У 2000 р. цей рівень дедалі зросте, хіба що дефіцит бюджету цього року буде заплановано на нульовому рівні й цей план буде виконано.

Цікавим, очевидно, є питання про те, яким буде відношення борг/дохід у 2005 р. за альтернативних припущень щодо реального економічного росту та рівня реальних процентних ставок. У наведеній нижче таблиці 2 порівнюються два різні варіанти. Перший варіант побудовано на песимістичних припущеннях, що протягом наступних п'яти років не відбудеться економічного росту, а реальна процентна ставка складатиме 15 відсотків річних. Здійснюючи це моделювання, ми розглядали й варіант вищої процентної ставки, що відповідає досвіду останнього часу, однак цей варіант було відкинуто й ось чому. Істотна девальвація гривні була дискретною і, хочеться вірити, одноразовою подією, тож було б помилкою вважати, що таке траплятиметься щорічно й, відповідно, виходити з припущення, що реальна процентна ставка, яку має сплачувати Україна, постійно зростатиме так само, як це сталося в 1998 р.

Оптимістичнішим є погляд на майбутнє, який спирається на другий набір припущень про те, що реальна процентна ставка складатиме ті самі 15 відсотків річних, але при цьому відбуватиметься реальний економічний ріст – 5 відсотків на рік. Для кожного сценарію було зроблено п'ять альтернативних припущень про значення бюджетного параметра “а” – відношення розміру надлишку первинного бюджету до обсягу обслуговування боргу. Крім того, в таблиці 2 наведено відповідний дефіцит як частка ВВП для кожного значення “а” –  $d/Y$ .

**Таблиця 2**  
**Потенційна еволюція відношення борг/ВВП в Україні**

Сценарій	Коефіцієнт “а”	Борг/ВВП	2000	2005
<i>1) Песимістичний прогноз (<math>r=0.15</math>; <math>g=0</math>)</i>				
	$a=0$ ;	$d/Y = 7.5$	0.5	1.06
	$a=1/3$ ;	$d/Y= 5$	0.5	0.83
	$a=1/2$ ;	$d/Y= 3.75$	0.5	0.74
	$a=3/4$ ;	$d/Y= 1.88$	0.5	0.61
	$a=1$ ;	$d/Y= 0$	0.5	0.50
<i>2) Оптимістичний прогноз (<math>r=0.15</math>; <math>g=0.05</math>)</i>				
	$a=0$		0.5	0.83
	$a=1/3$		0.5	0.70
	$a=1/2$		0.5	0.64
	$a=3/4$		0.5	0.55
	$a=1$		0.5	0.39

Як показано в таблиці 2, прийнятним для України на майбутнє є лише дуже маленький або нульовий дефіцит, інакше рівень відношення борг/дохід вийде за припустимі межі. Так, значення “а” в  $3/4$ , за якого відбувається незначне зростання відношення борг/дохід за песимістичного сценарію, передбачає річний дефіцит у

межах 1.5 відсотка ВВП. Оптимістичніше припущення про швидкість економічного росту та рівень процентної ставки залишає простір для дещо вищого дефіциту, хоч і незначний простір, але очевидно, що за будь-якого сценарію Україні доведеться протягом значного періоду підтримувати значний надлишок первинного бюджету, щоб уникнути неприпустимо високого рівня державного боргу. За оптимістичного сценарію, як видно з наведених даних, Україна зможе при нульовому дефіциті знизити рівень боргу, якщо зуміє знову привести в рух свої двигуни економічного росту.

### **III. Деякі наслідки високого й дедалі більшого рівня боргу**

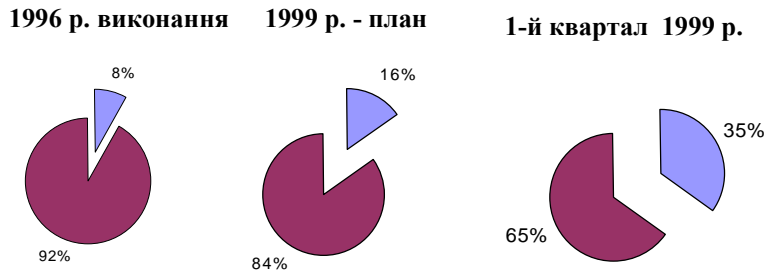
Невпинне зростання відношення борг/дохід породжує в Україні цілу низку фінансових проблем, які вона відчує в майбутньому. Одна з цих проблем пов'язана зі спроможністю України знову й знову позичати гроші, щоб профінансувати свій внутрішній і зовнішній борг. Нерезиденти залишили ринок ОВДП, а місцеві банки, які раніше були головними покупцями ОВДП, скоротили обсяги купівлі ОВДП через зниження прибутковості на первинному ринку. На вторинному ринку доходність ОВДП значно вища – в діапазоні 60-70 відсотків, тоді як на первинному ринку вона тримається на рівні близько 30 відсотків. Як наслідок, головним учасником первинного ринку є центральний банк. Купівля ним ОВДП веде до підвищення кредитоспроможності місцевих банків, що може спровокувати нове підвищення рівня інфляції. За браку свіжого вливання іноземної валюти погашення зовнішнього боргу може справити додатковий тиск на гривню в бік її девальвації, оскільки центральний банк уже не має значних валютних резервів, які могли б відіграти роль буфера й підтримати національну валюту. Ці резерви значною мірою було вичерпано в 1998 р., коли центральний банк безуспішно намагався втримати гривню в рамках офіційного валютного коридору.

Іншим неприємним наслідком швидкого зростання відношення борг/дохід можна назвати бюджетне “витіснення”. Бюджетний дефіцит, конкуруючи за позикові кошти, може витіснити приватні інвестиційні видатки, а високі рівні боргу, тягнучи за собою високі витрати на обслуговування боргу, можуть витіснити соціально продуктивні типи державних видатків.

Окремі дані свідчать про те, що це може статися сьогодні в Україні. Частка загальних видатків Держбюджету, що йде на обслуговування державного боргу, зросла з дев'яти відсотків у 1996 та 1997 рр. до приблизно п'ятнадцяти відсотків, згідно з Бюджетом-99. З даних по виконанню бюджетів за перший квартал 1999 рр. вимальовується ще сумніша картина. У першому кварталі 1999 р. частка загальних видатків Держбюджету, що припадає на обслуговування боргу, досягла неймовірно високого рівня - 35 відсотків, що свідчить про різке скорочення спроможності оплачувати інші видатки Держбюджету. Це показано на графіку, вміщеному на наступній сторінці.

### Графік 1. “Ефект витіснення” внаслідок зростання видатків на обслуговування боргу

Високий борг обтяжує бюджет, збільшуючи видатки на його обслуговування



- У 1996 р. Україна витратила приблизно 8 відсотків річного обсягу Держбюджету на обслуговування боргу
- У першому кварталі 1999 р. витрати на обслуговування боргу сягнули приблизно третини всіх видатків Держбюджету

Важливим політичним питанням є питання про те, які видатки Держбюджету було урізано, щоб одержати можливість задовольняти дедалі зростаючі потреби обслуговування боргу. Наведена нижче таблиця 3 дає відповідь на це запитання. В першому кварталі 1999 р. видатки виконано в середньому на 15 відсотків від загальнорічного рівня, при цьому видатки на охорону здоров'я виконано лише на 6.6 відсотка, на освіту – на 9.2 відсотка, на наукові дослідження та захист навколишнього середовища – на 6.9 відсотка, а на житлово-комунальне господарство, будівництво та транспорт – на 11.9 відсотка. Очевидно, що підвищення рівня видатків на обслуговування боргу особливо сильно позначилося на видатках на фізичну інфраструктуру та на інвестиціях у людський капітал, що не може не відбитися на потенціалі росту економіки України в майбутньому.

Таблиця 3  
Виконання Бюджету-99 у першому кварталі 1999 р.

Статті видатків	Виконання за 1-й квартал (% річного плану на 1999 р.)
Сумарні видатки	15.2
Охорона здоров'я	6.6
Освіта	9.2
Наукові дослідження та захист навколишнього середовища	6.9
Житлово-комунальне господарство, будівництво, транспорт	11.9

#### **IV. Висновки**

Кумулятивний бюджетний дефіцит, який склався в Україні протягом низки років, підвів її до межі прийняттого рівня державного боргу. В умовах відсутності економічного зростання й високих реальних процентних ставок Україна підійшла до цієї межі за відносно короткий проміжок часу. Швидке зростання рівня боргу сигналізує про те, що фіскальна політика, яка здійснювалася в минулому, в довгостроковій перспективі виявиться непринятною. В Бюджеті-99 встановлено нижчий показник дефіциту - один відсоток ВВП, але доки економіка не стане на рейки економічного росту, навіть такий невеликий рівень дефіциту не зможе забезпечити стабільність відношення державного боргу до ВВП. При нульовому показнику економічного росту єдиний рівень бюджетного дефіциту, який забезпечує стабільне відношення державного боргу до ВВП, є нульовий рівень.

Доки не буде досягнуто економічного росту, навіть відносно невеликий надлишок первинного бюджету може призвести до подвоєння відношення боргу до ВВП протягом п'яти років. Аби стабілізувати відношення борг/дохід, надлишок первинного бюджету в майбутньому має бути на рівні, що відповідає очікуваним видаткам з обслуговування боргу. Однак одним із болючих наслідків вищого надлишку первинного бюджету є необхідність скоротити інші видатки, й поки що уряд України демонстрував схильність скорочення видатків, пов'язаних з інвестиціями, що лише загострює проблему переходу до економічного зростання в Україні. В загальному плані жорсткі умови запозичення, на яких Україна змогла одержати кошти, означають, що вона матиме значно обмеженіші ресурси для маневру в майбутньому.