

КРИТЕРІЇ БЕЗПЕЧНОСТІ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ В ТРАНСФОРМАЦІЙНИХ ЕКОНОМІКАХ

Анотація

Дана стаття присвячена дослідженню проблеми безпечності державного боргу. В роботі проведено аналіз підходів до визначення межі боргової безпечності, виявлено зв'язок між накопиченням боргу та ефективністю фіскальної політики, оцінено вплив природної нестабільності ринків країн з трансформаційними економіками на безпечність їх державних боргів та обґрунтовано можливі кроки щодо зменшення боргового навантаження.

Ключові слова: державний борг, безпечний рівень боргового навантаження, державний бюджет, фіскальна політика, макроекономічна невідзначеність.

I. Вступ. Потенційні ризики, пов'язані з існуванням великого державного боргу, завжди були у центрі уваги економістів усього світу. В останні роки в промислово розвинених країнах особливе значення надається зусиллям щодо укріплення фіскальних позицій та зменшення розмірів державних боргів з точки зору проблеми старіння населення та пов'язаного із цим майбутнього збільшення навантаження на державні бюджети. Для трансформаційних економік надмірні державні борги мають більш близькі в часовому вимірі наслідки, які проявляються в боргових кризах та пов'язаних із ними важких періодах економічного становлення. Ілюстрацією можуть стати події другої половини 90-х років, кели в багатьох країнах можна було прослідкувати різке зростання державного боргу, боргові дефолти та боргові реструктуризації (Аргентина, Еквадор, Пакистан, Росія, Україна та Уругвай). Такий розвиток ситуації ставить проблему управління державним боргом на передній план. В зв'язку з цим виникають два найважливіших питання: *якою є межа безпечності нагромадження державного боргу та які дії уряду мають забезпечити безпечність державного боргу.* Останні роботи Рейнхарт, Ро-

* асистент кафедри теоретичної економіки Одеського національного університету ім. І. І. Мечникова.

гоффа та Севастьяно [8] дослідили "нетерпимість" економік окремих країн з ринками, що народжуються, до зовнішніх боргів, та проаналізували наслідки скорочення зовнішніх боргів в цих країнах. Але *проблема безпечності загального державного боргу залишається мало дослідженою.*

II. Постановка завдання. Метою цієї роботи є аналіз підходів до визначення межі боргової безпечності, виявлення критеріїв ефективності фіскальної політики, оцінка впливу природної мінливості ринків країн з трансформаційними економіками на безпечність їх державних боргів та обґрунтування можливих кроків щодо зменшення боргового навантаження.

III. Результати. Для багатьох країн з ринками, що народжуються, друга половина 90-х років стала періодом різкого росту їх державних боргів, які на сьогодні досягають в середньому 70% ВВП [2]. Незважаючи на реструктуризаційні ініціативи плану Брейді та широкомасштабні приватизаційні програми, цей ріст набагато перебільшив те зменшення заборгованості, яке мало місце в першій половині 90-х. Таке загальне збільшення заборгованості відбулося за рахунок росту внутрішніх державних боргів, чому сприяла внутрішня фінансова лібералізація, зниження рівнів інфляції (особливо в Латинській Америці) та банківська боргова реструктуризація. Доля ж зовнішніх державних боргів, навпаки, зменшилася, і на сьогодні в середньому складає близько 1/2 загальних державних боргів, порівняно з 2/3 на початку 90-х років [10]. Наведені дані контрастують з ситуацією в промислово розвинених країнах, де рівень державного боргу в останні роки, здебільшого, знизився (за виключенням Японії). Слід відмітити, що незважаючи на зниження частки зовнішніх боргів в загальних державних боргах в трансформаційних економіках в середньому до 50%, вона все одно перевищує середній рівень в 25% в промислово розвинених країнах. Загалом, середній рівень державної заборгованості в країнах з ринками, що народжуються, на сьогодні перевищує середній рівень заборгованості промислово розвинених країн та набагато перевищує рівень заборгованості, розрахований як частка боргу в доходах держбюджету.

Така ситуація збільшує занепокоєність щодо боргової безпечності країн з трансформаційними економіками та можливості повторення боргової кризи 80-х років. Окремі спостереження ситуацій дефолту за останні 30 років показали, що, хоча рівні державних боргів в проаналізованих країнах значно варіювалися, в деяких

випадках вони були дуже низькими. Так в 55% спостережень дефолт було зафіксовано при рівні державного боргу меншому за 60% ВВП — границі, встановленої Маастрихтською угодою для країн-членів Європейського Союзу, а в 35% випадків дефолт мав місце при рівні заборгованості навіть нижчої за 40 відсотків ВВП. В цей же час промислово розвинені країни не мали випадків боргових дефолтів починаючи з Другої Світової війни. Це дало підстави зробити висновок, обґрунтований Рейнхарт, Рогоффом та Севастьяно [8], що певні характеристики трансформаційних економік а саме їх нестабільність, більш слабка інституційна структура та незадовільна кредитна історія, роблять рівень державної заборгованості, безпечний для них, значно нижчим, ніж прийнятний для промислово розвинених країн.

Виділимо ряд особливостей, притаманних фіскальній структурі трансформаційних економік, які впливають на рівень безпечності державного боргу.

– *Низька середня доля доходів держбюджетів у ВВП* в цих економіках (в середньому 27% ВВП порівняно з 44% в промислово розвинених країнах) [7]. Хоча існують значні відмінності серед економік, що розглядаються, такий факт можна пояснити низьким ефективним рівнем оподаткування (в середньому близько 10% в країнах з трансформаційними економіками та 30% в промислово розвинених країнах), що є результатом неефективної податкової системи, значних податкових пільг та великої частки неформального сектору.

– *Доходи держбюджетів є нестабільними.* Нестабільність доходів, яка вимірюється коефіцієнтом варіації, в цих країнах, зазвичай, є набагато більшою, ніж в промислово розвинених країнах. Це, як зазначають в своїй праці Коуз, Празад та Террон [5], є наслідком загальної економічної нестабільності, індикаторами якої стають значні коливання в розмірах доходів населення, споживання, умов торгівлі (які часто визначаються цінами лише кількох товарів). Окрім цього велике значення має також нестабільність ефективного рівня оподаткування.

– *Відсоткові виплати займають велику частку витрат держбюджетів та також є нестабільними.* В 5 відсотках випадків відсоткові виплати з держбюджетів в країнах з трансформаційними економіками в два рази перевищують такі ж виплати в промислово розвинених країнах та складають близько 17% (порівняно з 10% в промислово розвинених країнах) [5]. Крім того, структура державних боргів, при-

таманна цим економікам, визначає високу нестабільність відсоткових витрат: велика частка зовнішнього боргу або боргу номінованого в іноземній валюті при бюджетних доходах виражених в національній валюті в поєднанні з нестабільністю обмінних курсів часто призводить до значних коливань в рівні відсоткових виплат відносно до доходів держбюджету. Крім того, внутрішній борг зазвичай є короткостроковим, що визначає більш високу чутливість відсоткових виплат по ньому до змін внутрішніх відсоткових ставок.

Перелічені особливості боргової та бюджетної структур в трансформаційних економіках мають велике значення для проблеми пошуку безпечного рівня державного боргу. Для подальшого аналізу необхідно визначити *поняття кредитоспроможності уряду та безпечності державного боргу.* Уряд вважається кредитоспроможним, якщо він в змозі генерувати в майбутньому такі бюджетні надлишки, які б дозволили йому виплачувати свій борг. Тобто поточна дисконтована вартість майбутнього первинного надлишку бюджету по меншій мірі має дорівнювати існуючому державному боргу. Такий критерій, однак, не прийнятний з практичної точки зору, тому що дозволяє уряду протягом тривалого періоду часу мати великі бюджетні дефіцити, якщо в майбутньому він сподівається акумулювати великі бюджетні надлишки, достатні для задовольнення умови кредитоспроможності. В реальності ж ця ситуація практично неможлива: підтримка великого бюджетного надлишку протягом довгого часу є дуже дорогим та важким в політичному сенсі завданням для уряду. Таким чином, кредитоспроможність треба розглядати з точки зору напрямку фіскальної політики, прийнятого як з економічної, так і з політичної сторін. Безпечним же вважається такий рівень боргу, який може бути покритий без нереалістично великих змін напрямку фіскальної політики та балансу держбюджету в майбутньому.

Нажаль, не існує єдиного правила визначення рівня безпечності державного боргу країни. Але спробуємо проаналізувати ті підходи, які було розроблено щодо вирішення цього питання в останні роки, та порівняти застосування цих методик для промислово розвинених країн та країн з трансформаційними економіками.

Перша група методів досягнення безпечного рівня державного боргу зазвичай пов'язує державні витрати та доходи зі зміною розмірів боргу. Один з таких підходів обґрунтовує необхідність підтримання незмінного відношення суми державного боргу до ВВП (борг/ВВП) через розрахунок та досягнення необхідного для цієї

мети первинного надлишку держбюджету (так званого “стабілізуючого первинного балансу”). Якщо існуючий в реальності первинний баланс є меншим за необхідний розрахунковий, це означає, що наявна фіскальна політика веде до зростання долі державного боргу в ВВП та визнається неприйнятною. Різниця між наявним та “стабілізуючим” первинними балансами вказує на ступінь тих фіскальних змін, які необхідно провести для досягнення незмінного співвідношення “борг/ВВП”. Критика розглянутого підходу в основному пов’язується з частою неможливістю проведення необхідних фіскальних перетворень через несприятливе для цього економічне та політичне середовище. Насправді, в останні роки тільки невелика кількість країн з ринками, що народжуються, (в більшості — це азійські країни) була здатна підтримувати первинні бюджетні надлишки, необхідні для стабілізації або зменшення долі боргу в ВВП. Для інших країн (особливо для країн Латинської Америки) існувала значна різниця між наявним та “стабілізуючим” первинними балансами. Тим не менш багато з трансформаційних економік, в тому числі і Україна, досягли видимих успіхів щодо отримання бюджетних надлишків. Крім того, прискорення темпів економічного зростання та зниження реальних відсоткових ставок роблять розмір необхідного “стабілізуючого” первинного надлишку меншим. Розглянуті індикатори безпечного рівня державного боргу є корисними перш за все через простоту їх застосування та пряму інтерпретацію, однак, недоліком цього підходу є його базування на суперечливому визначенні безпечності державного боргу: досягнення стабільного співвідношення “державний борг/ВВП”. В окремих випадках існування тимчасових високих бюджетних дефіцитів та високих рівнів боргу є економічно обґрунтованим кроком, тому постійне підтримання незмінної долі боргу в ВВП в реальних умовах здається неможливим. Більш того, розрахунок необхідного “стабілізуючого” первинного надлишку може мати невелике практичне значення в умовах, коли країна вже опинилася в ситуації високого боргового рівня та є вразливою до будь-яких шоків, як, скажемо, раптове припинення притоку капіталів.

Більш гнучкий підхід до досягнення боргової безпечності складається в розгляді цього питання з точки зору цілей та обмежень фіскальної політики. Первинний баланс бюджету має відповідати державному боргу, але також обумовлюватися такими тимчасовими факторами, як рівень економічної активності. В цьому контексті

зв’язок між заходами економічної політики та довгостроковою борговою безпечністю полягає в тому, що пряма залежність між первинним бюджетним балансом та державним боргом впливає з відповідності фіскальної політики цілям довгострокової платоспроможності країни, що було обґрунтовано в роботі Бона [3]. Однак, як вже розглядалося вище, довгострокова платоспроможність не є обов’язковим критерієм боргової безпечності, тому що потребує корегування напрямку фіскальної політики тільки в майбутньому (можливо віддаленому). З аналізу взаємозв’язку між скорегованим первинним балансом та державним боргом випливають два висновки. По-перше, для групи країн з ринками, що народжуються, характерний нижчий рівень скорегованого первинного балансу ніж для промислово розвинених країн при будь-якому рівні державного боргу. По-друге, залежність між первинним надлишком та державним боргом в трансформаційних економіках в середньому послаблюється з ростом співвідношення борг/ВВП та зовсім зникає, коли доля боргу в ВВП перетинає межу 50%. В промислово розвинених країнах, навпаки, ця залежність в середньому є стійкою, та навіть посилюється при дуже високому борговому рівні. Такі дані свідчать про різницю між трансформаційними економіками та промислово розвиненими країнами з точки зору циклічності їх фіскальних політик. Перш за все це є наслідком поведінки державних витрат, які як відсоток від ВВП не реагують на циклічні коливання в країнах з трансформаційними економіками. В період циклічного підйому витрати тут збільшуються тими ж темпами, що й економічна активність, а в період послаблення економічного росту, коли державні доходи скорочуються та кредитні умови стають більш жорсткими, витрати теж зменшуються. Така ситуація контрастує з промислово розвиненими країнами, де витрати ростуть меншими темпами ніж економічний ріст в періоди підйому, та знижуються меншими темпами ніж економічна активність в періоди спаду. Як показує Родрік [9], це стає можливим завдяки роботі системи соціального страхування, яка є потужним автоматичним стабілізатором, що страхує економіку від значних макроекономічних коливань. Промислово розвинені країни можуть проводити антициклічну фіскальну політику без сумнівів для кредиторів відносно питань боргової безпечності. В багатьох же трансформаційних економіках можливість корегування фіскальної політики для підтримки боргової безпечності часто ставиться під сумнів. Кредитори починають турбуватися більшою мірою при розширенні де-

фіцитів, це змушує уряди зменшувати витрати в період спаду, що ще більше послаблює економічну активність.

Третій підхід до досягнення боргової безпечності полягає у визначенні можливої межі заборгованості. Маючи, що розмір боргу не може перевищувати поточну дисконтовану вартість очікуваних в майбутньому бюджетних надлишків при дотриманні певної фінансової політики, визначають гранично можливий безпечний рівень державного боргу (як відсоток від ВВП). Розрахований таким чином граничний рівень боргу порівнюють з існуючим рівнем боргу та отримують коефіцієнт, який і показує ступінь “надзаборгованості” чи “недозаборгованості” країни. Цей коефіцієнт є відношенням існуючого боргового рівня до розрахункового граничного. Якщо отриманий показник перевищує “1”, вважається, що при існуючій фінансовій політиці заборгованість уряду є надмірною. При цьому ставка дисконту — різниця між реальною відсотковою ставкою та темпом росту реального випуску — наближається до різниці між реальною відсотковою ставкою LIBOR плюс специфічний для країни спред та середнім темпом росту реального ВВП. Такі граничні показники безпечного рівня боргу до ВВП було розраховано для 14 розвинутих країн, 21 країни з ринками, що народжуються, та 15 країн, що розвиваються, з використанням даних з 1985 по 2002 роки. Середній розрахунковий граничний рівень боргу до ВВП для промислово розвинених країн склав 75%, в той час як для трансформаційних економік він був в три рази менше та дорівнював 25%. Порівняння граничних розрахункових та існуючих показників борг/ВВП дає підстави стверджувати, що багато з трансформаційних економік насправді мають надмірну заборгованість, тому що в середньому для них показник відношення боргу до ВВП в 2,5 рази вище, ніж безпечна межа в 25%. І хоча для трансформаційних економік цей коефіцієнт нижче, ніж в країнах, що розвиваються, він є неприйнятним, порівняно з промислово розвиненими країнами, для яких його значення менше за “1”. Звичайно, серед країн з ринками, що народжуються існує багато відмінностей. Так, в країнах Азії цей коефіцієнт є близьким до рівня промислово розвинених країн, а в країнах Латинської Америки та інших регіонах він складає 2,5 та 6 відповідно, що вказує на значну надмірну заборгованість. Однак, типова трансформаційна економіка, яка має історію боргових дефолтів має коефіцієнт “надзаборгованості” “3,5”, порівняно з коефіцієнтом меншим за “1” в країнах, що не переживали дефолтів [4]. Ці дані приводять до

тих самих висновків, які було зроблено вище: більшість з країн з ринками, що народжуються, мають акумулювати більші первинні надлишки бюджетів, ніж раніше, щоб бути в змозі витримати існуючі в них боргові рівні.

Той факт, що багато країн мають “надзаборгованість”, ставить питання, чи мають вони якісь спільні характеристики, що привели їх до цього. Економетричний аналіз пропонує наступні фактори надмірної заборгованості:

– *Державні доходи*. Країни з невеликими доходами часто зіштовхуються з труднощами відносно необхідного для них рівня витрат, що збільшує необхідність росту заборгованості. Дані економетричного аналізу свідчать, що за інших незмінних умов ріст доходів країн з ринками, що народжуються до середнього для промислово розвинених країн рівня зменшив би рівень “надзаборгованості” на 35% [7].

– *Торгівельна відкритість*. Відкритість оказує позитивний вплив на економічний ріст, що зменшує існуюче боргове навантаження. Крім того, більш відкриті економіки здатні акумулювати більші за розміром торговельні надлишки, необхідні для обслуговування зовнішнього боргу. За висновками економетричного аналізу зниження обмежень на валютні курси для поточних операцій до рівня промислово розвинених країн привело б, за інших незмінних умов, до зменшення “надзаборгованості” в країнах з трансформаційними економіками на 60% [9].

– *Якість національних інститутів та тип політичної системи*. Ряд досліджень виявили залежність між якістю фінансових інститутів (правилами та нормами за якими формуються та виконуються бюджети) та фінансовими результатами. Кращі інститути асоціюються з більш високим ростом, який стимулює доходи та полегшує обслуговування боргу. З іншого боку, політичні системи, які побудовані на слабких урядах (коаліційні або уряди меншості) часто відстрочують фінансові перетворення та акумулюють державний борг, користуючись короткостроковими потребами. Проста кореляція дає підстави стверджувати, що кращі інститути асоціюються з меншими рівнями державної надзаборгованості. В економетричному аналізі виявилось що ріст захисту прав власності в країнах з ринками, що народжуються, до рівня промислово розвинених країн призвів би до зменшення рівня надзаборгованості приблизно на 50% [7].

Одна з проблем пов'язаних з розглянутими трьома підходами до

визначення безпечного рівня державного боргу — це те, що жоден з них не бере до уваги фактор невизначеності, з яким уряди трансформаційних економік стикаються кожного дня. Як було визначено вище державні доходи в цих країнах є більш нестабільними ніж в промислово розвинених країнах, і уряди можуть опинитися в ситуації, коли їх доходи будуть низькими протягом тривалого періоду часу через, наприклад, різке зниження цін на основний експортний товар країни. Крім того нестабільність для урядів трансформаційних економік часто пов'язана зі значними коливаннями відсоткових ставок та валютних курсів. На сьогодні було зроблено декілька спроб ввести такий фактор невизначеності в аналіз безпечності державного боргу. Один з таких підходів застосовують Барнхил та Копітс [1], використовуючи відомий в фінансовому аналізі метод оцінки прибутку при визначеному рівні ризику для визначення безпечного рівня боргу. Інший підхід використовує невизначеність як один з факторів, що впливають на безпечність державного боргу та застосовується при економічному моделюванні цієї проблеми Мендозо та Овієдо [6]. Звичайно, країни з більш високими державними доходами та меншою мінливістю рівнів доходів можуть витримати більш високі рівні державних боргів.

IV. Висновки. З проведеного вище аналізу ми можемо зробити висновок, що безпечний рівень боргу для типової країни з трансформаційною економікою є досить низьким (і набагато меншим за рівень, безпечний для промислово розвинених країн). Це перш за все пов'язано з притаманними трансформаційним економікам, в числі яких і Україна, характеристиками їх фіскальних систем: слабка база оподаткування (з низькими доходами та високою нестабільністю), неефективність контролю над витратами в періоди економічних підйомів. В зв'язку з цим постає питання: які кроки мають зробити уряди цих країн, щоб скоротити наявні в них розміри державних боргів та застрахувати себе від ризиків, з якими пов'язане саме існування боргу.

– *Податкова реформа та реформа державних витрат.* Необхідність в посиленні та розширенні бази оподаткування в трансформаційних економіках пояснюється потребами урядів в більш високих та стабільних доходах. При цьому особлива увага має приділятися питанням ефективних ставок оподаткування, які в цих економіках зазвичай є низькими через існування систем льотного оподаткування та тіньового сектора, та слабких податкових адміністрацій. Сла-

бким місцем багатьох податкових систем є висока їх залежність від експортних надходжень, тому розширення бази оподаткування може знизити залежність від кон'юнктурних коливань та збільшити стабільність. Важливим також є покращення контролю над державними витратами під час циклічних підйомів, що забезпечило б появу збільшення бюджетних надлишків замість росту витрат.

– *Посилення довіри до фіскальної політики.* Уряди мають бути здатними демонструвати, що їх боргове навантаження є контрольованим і залишиться таким за будь-яких умов. Побудова довіри потребує не тільки запровадження ефективних фіскальних реформ, але й дотримання їх як в періоди підйомів, так і спадів. Посилення фіскальних інститутів грає дуже важливу роль з цієї точки зору. В окремих країнах введення обмежень для обраних фіскальних індикаторів та їх таргетування для всіх урядових рівнів, наприклад поява “боргових стель” чи “умов прозорості”, сприяло росту довіри до урядів на фінансових ринках.

– *Зменшення залежності від коливань валютних курсів та відсоткових ставок.* Залежно від структури державного боргу, багато з трансформаційних економік в значній мірі пов'язані зі значними відсотковим та валютним ризиком. В цьому напрямку корисними є кроки щодо скорочення внутрішніх державних боргів, номінованих в іноземній валюті, та короткострокових боргів. Збільшення відкритості економік може сприяти зменшенню ризиків, пов'язаних із зовнішнім боргом: в цьому випадку девальвація може в більшій мірі активізувати експорт, що збільшить бюджетні надходження та полегшить боргове обслуговування.

– *Структурні реформи, націлені на пожвавлення економічного розвитку.* Історичний досвід доказує, що зниження боргового навантаження неможливе без стійкого економічного росту. В цьому контексті впровадження широкомасштабних структурних реформ є невідмінним доповненням фіскальних перетворень. Посилення фінансових інститутів може стимулювати економічний розвиток в середньостроковій перспективі, в той час як лібералізація торгівлі та стимулювання довгострокових іноземних інвестицій матиме довгостроковий ефект росту.

Література

1. Barnhill Jr., Theodore M., and George Kopits, 2003, "Assessing Fiscal Sustainability Under Uncertainty," IMF Working Paper 03/79 (Washington: International Monetary Fund).
2. Berg, Andrew, and Anne Krueger, 2003, "Trade, Growth, and Poverty: A Selective Survey," IMF Working Paper 03/30 (Washington: International Monetary Fund).
3. Bohn, Henning, 1998, "The Behavior of U. S. Public Debt and Deficits," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 113 (August), pp. 949–63.
4. Braun, Miguel, and Luciano Di Grescia, 2003, "Toward Effective Social Insurance in Latin America: The Importance of Countercyclical Fiscal Policy," IADB Working Paper No. 487 (Washington: Inter-American Development Bank).
5. Kose, M. Ayhan, Eswar S. Prasad, and Marco E. Terrones, 2003, "Financial Integration and Macroeconomic Volatility," IMF Staff Papers, Vol. 50 (Special Issue), pp. 119–42.
6. Mendoza, Enrique G., and Pedro Marcelo Oviedo, 2003, "Public Debt Sustainability under Uncertainty," Research Department, IADB.
7. Mendoza, Enrique G., Assaf Razin, and Linda L. Tesar, 1994, "Effective Tax Rates in Macroeconomics: Cross-Country Estimates of Tax Rates on Factor Incomes and Consumption," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 34 (December), pp. 297–323.
8. Reinhart, Carmen, Kenneth Rogoff, and Miguel Savastano, 2003, "Debt Intolerance," in *Brookings Papers on Economic Activity: 1*, Brookings Institution, pp. 1–62.
9. Rodrik, Dani, 1998, "Why Do More Open Economies Have Bigger Governments?" *Journal of Political Economy*, Vol. 106 (October), pp. 997–1032.
10. Standard & Poor's, 2002a, "Global Financial Systems Stress.", 2002b, "Sovereign Defaults: Moving Higher Again in 2003?"