

ДЕРЖАВНИЙ БОРГ УКРАЇНИ: ОЦІНКА РИЗИКІВ ТА ОПТИМІЗАЦІЯ УПРАВЛІННЯ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНОЇ ФІНАНСОВОЇ КРИЗИ

У дослідженні детально проаналізовано структуру державного боргу за ознакою умовності, видами валют та відсоткових ставок. Систематизовано ризики, притаманні державному боргу. Виявлено значний вплив на структуру і розмір державного боргу валютного, відсоткового ризиків та ризику рефінансування. Обґрунтовано основні проблеми та напрямки оптимізації управління державним боргом.

Проведення зваженої боргової політики упродовж 2002-2007 рр., прагнення Уряду до збалансованості державних фінансів, а також зростання рівня економічної активності у країні, збільшення експорту товарів і послуг обумовлювали зниження відносних показників зовнішньоборгового навантаження України. Розмір державного боргу відносно ВВП скоротився з 33,5% у 2002 р. до 12,6% у 2007 р., а зовнішнього державного боргу – з 24,2% до 10%. Співвідношення зовнішнього державного боргу до експорту товарів і послуг також покращилося: воно знизилося із 46,3% у 2002 р. до 21,6% у 2007 р. Сума погашення і обслуговування державного боргу відносно ВВП зменшилася з 3,7% у 2002 р. до 1,5% у 2007 р. Боргові виплати відносно доходів бюджету склали 15,1% у 2002 р. і 4,3% у 2007 р.

До 2008 р. Уряду вдавалося послідовно знижувати вартість залучення нових позик та продовжувати їх строковість. Позитивні тенденції було зламано наприкінці 2008 р. після поширення міжнародних ефектів зараження на економіку України. Уряд і корпоративні позичальники України втратили доступ до зовнішнього фінансування і, не маючи достатньо ресурсів для обслуговування накопичених боргів, зіткнулися з кризою ліквідності. Девальвація національної валюти обернулася посиленням тягаря обслуговування зовнішніх зобов'язань для бюджету та корпоративних фінансів України, а частина корпоративних позичальників опинилася на межі дефолту.

Наукове підґрунтя проблеми державного боргу закладено визначними зарубіжними та вітчизняними вченими. Різні його аспекти досліджені у роботах українських вчених-фінансистів зокрема, у працях Барановського О.І., Василика О.Д., Вахненко Т.П., Геєця В.М., Козюка В.В., Лісовенка В.В., Луцишин З.О., Лютого І.О., Новицького В.Є., Плотнікова О.В., Федосова В.М., Юрія С.І. Серед західних вчених визначне місце займають праці Р. Барро, Дж.

Кейнса, А. Лернера, А. Сміта, Дж. Стігліца, П. Харрода.

Попри достатнє теоретичне опрацювання проблеми державного боргу, все ж спостерігається брак ґрунтовних досліджень у сфері державного боргу, зокрема оцінки, систематизації та оптимізації управління ризиками у сфері державного боргу.

З огляду на вищезазначене, у рамках даного дослідження зроблена спроба оцінки ступеню ризиковості структури державного боргу та виявлено основні проблемні елементи системи управління ризиками властивих державному боргу України.

За основними показниками прийнятності рівня зовнішнього державного боргу, за якими оцінюється спроможність держави обслуговувати накопичені борги, Україна до кінця 2008 р. знаходилася у досить вигідному становищі. Величина зовнішнього державного боргу збільшилася з 10% ВВП станом на кінець 2007 р. до 15% ВВП наприкінці 2008 р. Суттєве посилення зовнішньоборгового навантаження стало закономірним наслідком ризикової структури державного боргу України за видами валют.

В. Висоцький, В. Калинчук, Ю. Драчук і Т. Котович визначають ризик державного боргу як можливість настання події ймовірного характеру, що призведе до збільшення витрат бюджету внаслідок збільшення сум погашення і обслуговування державного боргу, вступу в силу гарантійних зобов'язань, визнання деякої суми державним боргом, або ж до зменшення можливостей фінансування бюджету за рахунок державних запозичень [1, с. 43].

Загалом у сфері державного боргу виділяють такі ризики:

- ринкові ризики: відсотковий, валютний і ціновий;
- кредитні ризики: гарантійний, прямий кредитний, країнний,
- ризик активного управління;
- ризик ліквідності;
- ризик рефінансування боргу;
- управлінський, судовий і операційний ризики [1, с. 47].

Розміри погашення і обслуговування державного зовнішнього боргу значною мірою залежать від ступеню реалізації ризиків, пов'язаних із структурою боргу.

Для оцінки ступеню ризиковості структури державного боргу в світовій практиці використовують такі основні показники:

- частка зовнішнього боргу в загальній сумі боргу, яка вказує на вразливість боргового портфелю уряду до валютних ризиків;
- середня строковість боргових зобов'язань, що є показником вразливості до ризику рефінансування боргу;
- частка заборгованості з плаваючою і фіксованою відсотковою ставкою, яка свідчить про вразливість до відсоткового ризику.

Згідно з даними Мінфіну України, станом на 31.12.2008 р. у загальній сумі прямого і гарантованого державного боргу – 189,4 млрд. грн. – на заборгованість у національній валюті припадало 39,5 млрд. грн. або 20,5% загальної суми боргу, а на заборгованість в іноземних валютах – 150 млрд. грн. або 79,5% (табл.1).

За відсутності стратегії управління державним боргом, орієнтованої на тривалу перспективу, вибір джерел фінансування дефіциту бюджету і валюти деномінації зовнішніх позик України диктувався мотивами економії бюджетних витрат у короткостроковому періоді, що досягалася за рахунок накопичення зобов'язань з високим ступенем ризику [2, с.286].

Таблиця 1

**Державний борг України станом на 31.12.2008 р.
в розрізі валют погашення [3]**

	млн. грн.	%
Загальна сума державного прямого та гарантованого боргу	189,4	100,0
Євро	14,7	7,8
Долар США	90,4	47,7
СПЗ	36,3	19,1
Українська гривня	39,5	20,5
Швейцарський франк	5,6	2,9
Японська єна	4,5	1,8

Тобто тривалий час в Україні недооцінювалися ризики, пов'язані із заборгованістю в іноземній валюті. Протягом 2002-2007 років частка зовнішнього боргу у загальній сумі прямого державного боргу України поступово збільшувалася від 66,8% до 75% (табл. 2.). Після девальвації гривні наприкінці 2008 р. частка зовнішнього боргу збільшилася до 77,3%. Однак після втрати Україною доступу до зовнішнього ринку позичкових капіталів питома вага зовнішнього боргу в структурі прямого державного боргу на 31.12.2008 р. скоротилася до 65,8%.

Таблиця 2

Структура прямого державного боргу України, % [3]

	31.12.02	31.12.03	31.12.04	31.12.05	31.12.06	31.12.07	31.12.08
Внутрішній борг	33,2	31,0	31,0	30,4	25,1	25,0	34,1
Зовнішній борг	66,8	69,0	69,0	69,6	74,9	75,0	65,8

Неефективність управління валютними ризиками в рамках механізму управління зовнішнім державним боргом України засвідчують і міжнародні співвідношення між

зовнішніми і внутрішніми позиками в Україні.

У складі прямого державного боргу України на зовнішній борг припадало 77,4%, в той час як у середньому в країнах з перехідною економікою – 58,1%. Водночас частка внутрішнього боргу у загальній сумі державного боргу України – 22,6% - суттєво відставала від середнього показника для країн з перехідною економікою – 41,9% (див. табл. 3). У країнах з перехідною економікою, які досягли значних успіхів у процесі ринкових трансформацій, частка внутрішнього боргу перевищувала 50%; вона становила 71,7% у Чеській Республіці, 80,5% у Словацькій Республіці, 59,2% у Польщі, 57,1% в Угорщині.

Таблиця 3

**Структура державного боргу у країнах з перехідною економікою
у 2005 р., % до загальної суми боргу [5]**

	Внутрішній борг	Зовнішній борг
Білорусь*	52,0	48,0
Вірменія	9,4	90,6
Чехія	71,7	28,3
Грузія	37,8	62,2
Угорщина	57,1	42,9
Казахстан	56,3	43,7
Киргизька республіка	9,1	90,9
Латвія*	36,0	64,0
Литва	45,2	54,8
Молдова	32,1	67,9
Польща	59,2	40,8
Росія	40,6	59,4
Словаччина	80,5	19,5
Україна**	22,6	77,4
Середнє значення	41,9	58,1

Примітки:

* - дані за 2002 рік; ** - дані за 10 місяців 2008 року.

Після руйнівного впливу світової фінансової кризи (кінець 1990-х рр.) на економіки країн, що розвиваються, і країн з перехідною економікою, багато країн прагнули мінімізувати валютні ризики і ризики рефінансування боргу шляхом нетто-погашення зовнішньої заборгованості. Водночас, завдяки вжиттю цілеспрямованих заходів у напрямі активізації внутрішнього ринку боргових зобов'язань Уряду, у вказаних країнах збільшувався розмір внутрішнього державного боргу [4, с.374].

Домінування зовнішньої складової у структурі державного боргу України стало одним із чинників посилення незбалансованості державних фінансів у період фінансової кризи 2008-2009 рр. Різде знецінення національної валюти мало своїм наслідком суттєве посилення зовнішньоборгового навантаження на економіку і державні фінанси України. Таким чином, надмірне запозичення за кордоном при ігноруванні внутрішніх джерел фінансування дефіциту

бюджету зробили державні фінанси України вразливими до коливань кон'юнктури на світових фондових ринках та стали причиною виникнення кризи ліквідності при тимчасовому закритті зовнішніх ринків позичкового капіталу для уряду.

Основною валютою деномінації зовнішніх боргових зобов'язань України є дол. США. Прагнучи диверсифікувати валютний склад боргового портфеля, Уряд розмістив облігації зовнішньої позики 2005 р. у євро, а у II півріччі 2006 р. здійснив зовнішні запозичення у японських єнах (в сумі близько 300 млн. дол. США під 3,2% річних терміном на 4 роки) і швейцарських франках (в сумі еквівалентній 315 млн. дол. США під 3,5% річних терміном на 12 років).

Рішення щодо запозичень у японських єнах і швейцарських франках є економічно необґрунтованими, оскільки у процесі їх прийняття було проігноровано структуру валютних надходжень до національної економіки та валютний склад міжнародних резервів України.

Щодо структури державного боргу України за видами відсоткових ставок, то згідно з даними Міністерства фінансів України, станом на 31.12.2008 р. зобов'язання з фіксованою відсотковою ставкою склали 54,9% загальної суми прямого та гарантованого державного боргу (рис. 4). 25,23% зобов'язань мали плаваючу відсоткову ставку, прив'язану до LIBOR; 19,4% зобов'язань – ставку, прив'язану до відсоткової ставки МВФ; 0,4% зобов'язань – до ставки Казначейства США; 0,09% зобов'язань – ставку, прив'язану до облікової ставки НБУ, ін. (табл. 4).

Таблиця 4

**Державний борг України станом на 31.10.2008
за видами відсоткових ставок [3]**

	млн. грн.	%
Прямий і гарантований борг	189,4	100,0
LIBOR	47,84	25,23
PIBOR	0,16	0,08
Облікова ставка НБУ	0,17	0,09
Ставка Казначейства США	0,73	0,39
Ставка МВФ	36,26	19,14
Ставки банків ФРН	0,32	0,17
Фіксована	104,8	54,9

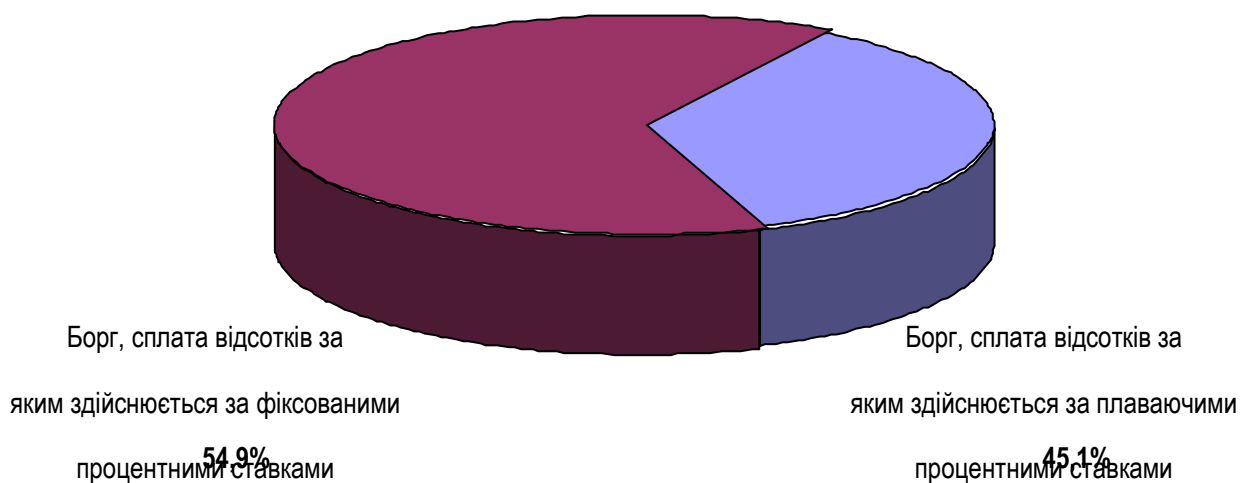


Рис. 1. Державний та гарантований державою борг України станом на 31.12.2008 р. (за видами відсоткових ставок) [3]

Основну частину боргу, обслуговування якого здійснюється за плаваючими ставками, складають зобов'язання перед міжнародними організаціями економічного розвитку. Останнім часом на внутрішньому та міжнародному ринку капіталів Уряд пропонував інвесторам виключно облігації з фіксованими відсотковими ставками. Таким чином, було мінімізовано відсоткові ризики наявного боргу. Проте така політика не могла нівелювати дію відсоткових ризиків, пов'язаних із погіршенням кон'юнктури фінансових ринків, зростанням ризикових премій і підвищенням загального рівня відсоткових ставок. Адекватно оцінюючи такі ризики, Уряд намагався подовжити строковість нових позик, завдяки чому сфера негативного впливу кон'юнктурних чинників на стабільність державних фінансів України звужувалася.

Однією з важливих функцій інституцій, відповідальних за управління державним боргом у країнах з ринками, що формуються, є управління ризиком рефінансування зовнішнього державного боргу. Втрата можливостей для рефінансування державного боргу в умовах дестабілізації фінансових ринків може серйозно поглибити наслідки економічних і фінансових негараздів.

Таким чином, облігаціям зовнішньої позики України і кредитам МФО властиві значні терміни повернення коштів, а тому, з одного боку, такі запозичення повинні мати невисокі ризики рефінансування боргу.

Проте, з іншого боку, кон'юнктура міжнародних фінансових ринків є нестабільною, у зв'язку з чим в окремі періоди Уряд може втрачати можливості для рефінансування накопичених зобов'язань. З врахуванням, зазначених чинників не слід ігнорувати ризики рефінансування боргу для зовнішніх облігаційних позик України, проте дані ризики знаходяться поза сферою впливу національних органів макроекономічного регулювання.

Величина ризиків рефінансування державного боргу визначається також розподілом боргових платежів у часовому вимірі. Платежі з погашення та обслуговування державного боргу України плануються і проводяться відповідно до встановленого графіку боргових виплат.

При здійсненні аналізу динаміки платежів за зовнішнім державним боргом у 2009–2020 роках привертає увагу факт зростання суми таких платежів у 2009 р. (до 2,2 млрд. дол.) та 2013 р. (1,8 млрд. дол.). Вказані піки боргових виплат обумовлюються настанням терміну погашення облігацій зовнішньої державної позики (ОЗДП) 2003 року в сумі 1 млрд. дол. США, ОЗДП 2004 року обсягом 500 млн. дол. США та можливою реалізацією кредитором права вимоги на дострокове погашення облігацій 2006 р., деномінованих в швейцарських франках (еквівалент 636 млн. дол. США) [3].

Отже, в останні роки Мінфін досить кваліфіковано управляв відсотковими ризиками зовнішньоборгових зобов'язань, намагався мінімізувати ризики рефінансування боргу через подовження середньої строковості боргових зобов'язань, проте не достатньо ефективно управляв часовою структурою боргових виплат. Найбільш проблемним елементом системи управління ризиками державного боргу було повне ігнорування урядом валютних ризиків, що мало вкрай негативні наслідки при поширенні проявів світової фінансової кризи на економіку України. Таким чином, недосконала структура зовнішнього державного боргу України посилювала залежність фінансової позиції уряду від впливу негативних чинників, пов'язаних із дією валютних ризиків і ризиків рефінансування боргу.

У світовій практиці дієвим засобом оптимізації структури державного боргу вважається проведення активних операцій з боргом. Активне управління боргом являє собою комплекс організаційно-фінансових заходів, які вживаються поряд із регулярним випуском боргових зобов'язань і обслуговуванням боргу, з метою досягнення цілей управління державним боргом. Такі заходи включають здійснення дострокових викупів внутрішніх і зовнішніх зобов'язань уряду на фінансовому ринку, свопових операцій, проведення операцій з деривативами, ін.

На сьогодні в Україні не прийнято нормативно-правові акти, які деталізують повноваження Мінфіну щодо здійснення ринкових операцій дострокового викупу і погашення зовнішнього боргу, конверсії боргу на інвестиції та інші фінансові активи, сек'юритизації боргу, ін.

Отже, враховуючи міжнародний досвід управління структурою державного боргу, особливостей боргової ситуації в Україні пропонуємо наступні заходи оптимізації управління державним боргом:

- створення системи аналізу ризиків, властивих структурі державного боргу України, і вироблення на її основі заходів з оптимізації боргового портфеля Уряду;

- оптимальне структурування зовнішніх боргових зобов'язань в розрізі валют, термінів запозичення і відсоткових ставок; зміна пропорцій між внутрішнім і зовнішнім державним боргом на користь внутрішнього; збільшення запозичень з фіксованими відсотковими ставками; підвищення середньої строковості боргових зобов'язань Уряду та забезпечення рівномірного розподілу тягаря боргових виплат у часовому вимірі;
- відновлення доступу до міжнародного ринку капіталу після стабілізації ситуації на світових ринках та залучення виключно позик офіційних кредиторів, що мають помірну вартість, довгостроковий характер і не підлягають циклічним коливанням, у кризовий період.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Висоцький В., Калинчук В., Драчук Ю. і Котович Т. Управління ризиками державного боргу: від теоретичних концепцій до практичних кроків в Україні // Світ фінансів. – 2008. - №1. – С. 41-48.
2. Вахненко Т.П. Зовнішні боргові зобов'язання у системі світових фінансово-економічних відносин. – К.: Фенікс, 2006. – С. 90.
3. Статистичні матеріали щодо стану державного боргу України на 31.12. 2008 р.[Електронний ресурс]. – Режим доступу до інформації:
//http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat_id=198378
4. Вахненко Т. П. Розвиток ринку державних облігацій в Україні / Т.2: Механізми грошового та фондового ринків і їх вплив на розвиток економіки України. – К.: Фенікс, 2008. – 442 с. / Фінансово-монетарні важелі економічного розвитку: в 3 т. / За ред. А. І. Даниленка. – К.: Фенікс, 2008.
5. Government Finance Statistics. [Електронний ресурс]. – Режим доступу до інформації:
//<http://www.imf.org/external/russian/index.htm>